

Franca Ruhwedel/Wolfgang Schultze*

Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen

1 Einleitung

Der Kapitalmarkt hat in den vergangenen Jahren für die Finanzierung deutscher Unternehmen zunehmende Bedeutung erlangt. Über den wachsenden Anteil institutioneller und ausländischer Anleger gewinnen die Aktionärsinteressen vermehrten Einfluss auf die Unternehmensführung. In der Folge hat sich in Deutschland, zumindest bei Großunternehmen, die Zielsetzung der wertorientierten Unternehmensführung weitestgehend durchgesetzt¹. Aus theoretischer Sicht ist die Wertsteigerungszielsetzung gleichbedeutend mit der Kapitalwertmaximierung, bei der die Unternehmung den Barwert aller durchgeführten Investitionsprojekte zu maximieren hat². Damit die intern geschaffene Wertsteigerung auch in Kurssteigerungen am Kapitalmarkt ihren Niederschlag findet, müssen Wertsteigerungsmaßnahmen und daraus zu erwartende Konsequenzen den Kapitalmarktakteuren bekannt und glaubhaft gemacht werden³.

Die Kommunikation unternehmenswerterheblicher Daten an den Kapitalmarkt ist Gegenstand der wertorientierten Berichterstattung beziehungsweise des *Value Re-*

* Dipl.-Kffr. *Franca Rubwedel, geb. Hillebrandt*, Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung, Prof. Dr. *Bernhard Pellens*, Ruhr-Universität Bochum, Universitätsstr. 150, 44780 Bochum, E-Mail: ruhwedel@iur.ruhr-uni-bochum.de; Dr. *Wolfgang Schultze*, Universität Augsburg, Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling, Prof. Dr. Dr. h. c. *Adolf G. Coenenberg*, Universitätsstr. 16, 86135 Augsburg, E-Mail: Wolfgang.Schultze@wiwi.uni-augsburg.de.

** Der vorliegende Beitrag stellt die Ergebnisse der Arbeitsgruppe „Value Reporting“ im Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft dar. Wir danken dem Arbeitskreis für die Anregungen und Diskussionen. Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. *Wolfgang Ballwieser* danken wir ganz herzlich für die fachliche und infrastrukturelle Unterstützung beim Zustandekommen dieses Papiers. Außerdem danken wir seinem Mitarbeiter Dr. *Martin Hebertinger* für die Mitwirkung bei der Datenerhebung und Diskussion. Dr. *Klaus Kretschik*, Dr. *Jürgen Spanbeimer* und Dr. *Kirsten Siefke* danken wir für ihre Mitwirkung in der Arbeitsgruppe. Bei der Datenauswertung haben uns zudem *Manuel Deffner, Silvia Draganinska, Nadine Hadder, Sabine Mannl, Ali-Reza Mayer, Stefan Neubaus, Gerhardt Schierz, Ruth Zimmermann* sowie insbesondere *Kristine Quadflieg* tatkräftig unterstützt, wofür wir ihnen herzlich danken. Auch Herrn Prof. Dr. *Thomas Fischer* sowie einem anonymen Gutachter gilt unser Dank für wertvolle Hinweise.

1 Vgl. *Pellens/Tomaszewski/Weber* (2000), S. 1825.

2 Vgl. z. B. *Copeland/Weston* (1992), S. 26.

3 Voraussetzung ist ein funktionsfähiger Kapitalmarkt. Vgl. *Copeland/Koller/Murrin* (2000), S. 40; *Günther/Beyer* (2001), S. 1623f.

porting (VR), das in Wissenschaft und Praxis in jüngster Zeit diskutiert wird⁴. Trotz verschiedenster Beiträge zum Thema besteht bisher noch kein Konsens bzgl. des Begriffsinhaltes. Die Übergänge zu den vorwiegend auf Aktienmarketing ausgerichteten Investor Relations⁵ sind ebenso fließend wie die Abgrenzung zu der seit geraumer Zeit von AICPA und FASB untersuchten Thematik des „Business Reporting“⁶. Darüber hinaus widmet sich auch die Literatur zum Thema „Intellectual Capital“ der Bereitstellung von bewertungsrelevanten Informationen⁷.

Ziel dieses Beitrags ist die Klärung von Gegenstand und Inhalt des VR sowie eine Bestandsaufnahme des Publizitätsverhaltens der DAX 100-Unternehmen⁸. Nachdem bisherige VR-Konzepte keine begründete theoretische Basis vorweisen können, soll hier ein Rahmenkonzept entwickelt werden, das als Leitfaden für die Identifikation und Präsentation bewertungsrelevanter Informationen dienen kann.

2 Literaturüberblick

Die Forderung nach einem VR wird in der Literatur mit den Mängeln der traditionellen Rechnungslegung (Ansatz- und Bewertungswahlrechte, Vergangenheitsorientierung, etc.) begründet⁹. Dementsprechend wird im VR eine Möglichkeit gesehen, diese Grenzen zu überwinden. Der Begriff „Value Reporting“ ist in der Literatur noch relativ jung, sodass sich noch keine einheitliche Abgrenzung herausgebildet hat. Im Folgenden sollen kurz einige Beiträge vorgestellt werden, welche die bisherige Wahrnehmung von VR maßgeblich geprägt haben.

Müller (1998) bezeichnet als „Shareholder Value Reporting“ die freiwillige Zusatzberichterstattung über die Wertschaffung des Unternehmens, die er in drei Bereiche einteilt, nämlich Informationen über die am Kapitalmarkt erzielte (Total Return Reporting), die intern generierte (Value Added Reporting) sowie die zukünftig zu erwartende Wertschaffung (Strategic Advantage Reporting)¹⁰. Diese Einteilung wird in verschiedenen Publikationen in dieser oder ähnlicher Form übernommen, obwohl Müller keine Begründung für sein Schema liefert¹¹.

Die parallel entstandene Arbeit von Labbart (1999) bezeichnet als VR die externe Berichterstattung eines Unternehmens, die geeignet ist, die Informationsasymmetrie zwischen interner und externer Sicht der wertorientierten Unternehmensführung zu reduzieren¹². VR wird dabei als Werttreiber interpretiert, der einen selbständigen Beitrag zur Wertsteigerung leisten kann, indem zusätzliche Informatio-

4 Vgl. hierzu insbesondere Eccles/Herz/Keegan/Phillips (2001); Fischer/Becker/Wenzel (2001; 2002); Fischer/Wenzel/Kühn (2001); Günther/Beyer (2001); Labbart (1999); Müller (1998); Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski (2000).

5 Vgl. hierzu Ballwieser (2002), S. 79.

6 Vgl. AICPA (1994; 2000); FASB (2001b); Haller/Dietrich (2001b), S. 207.

7 Vgl. Haller/Dietrich (2001c), S. 1047f.

8 Untersucht wurden die Geschäftsberichte der zum 31. 12. 2000 im DAX 100 enthaltenen Gesellschaften.

9 Vgl. Fischer/Wenzel/Kühn (2001), S. 1209; Müller (1998), S. 124; Labbart/Volkart (2001), S. 118f. zurückgehend auf Rappaport (1986), S. 20–29.

10 Vgl. Müller (1998), S. 129–139.

11 Für eine deduktive Ableitung verschiedener Reportingbereiche vgl. Abschnitt 4.

12 Vgl. Labbart (1999), S. 30f. Vgl. auch jüngst Labbart (2001); Labbart/Volkart (2001).

nen auf freiwilliger Basis vermittelt werden¹³. Zu diesen Informationen zählen auch nichtfinanzielle Größen (*nonfinancials*) und zum Beispiel Forschungs- und Marketinginvestitionen (*intangible assets*)¹⁴. Bei der Ausgestaltung seines VR-Frameworks orientiert sich *Labhart* am Konzept der Balanced Scorecard¹⁵.

Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski (2000) sehen im VR den Teil der Unternehmenspublizität, der sich mit der Rendite-Risiko-Prognose beschäftigt, mit dem Ziel, entscheidungsrelevante Daten über gesetzliche Pflichtangaben hinaus zu vermitteln¹⁶. Aus verschiedenen empirischen Studien zu den Informationsbedürfnissen der Kapitalmarktteilnehmer leiten sie insgesamt 94 Einzelkriterien in vier Reportingbereichen ab, die sie im Rahmen einer empirischen Studie der Geschäftsberichte der DAX 30-Gesellschaften für die Jahre 1997–1999 überprüfen. Teile des dort verwandten Kriterienkatalogs liegen auch der hier vorliegenden empirischen Untersuchung zugrunde, sodass die Studie in Teilbereichen als Vorläuferstudie angesehen werden kann.

PricewaterhouseCoopers (PWC) (2001) nehmen sich des Themas VR aus Beratersicht an und beschreiben es wie folgt: „ValueReporting: A call to managers to adopt a philosophy of complete transparency – to report information to the market on all the measures they use internally to manage.“¹⁷ Sie diagnostizieren ein Defizit insbesondere hinsichtlich markt- und strategiebezogener Informationen sowie segmentspezifischer Angaben¹⁸ und schlagen ein in vier Bereiche gegliedertes „model for better disclosure“ vor¹⁹. Ähnlich wie die auf *Müller* (1998) aufbauenden Publikationen erscheinen auch im Modell von *PWC* die Teilbereiche des VR eher zufällig und wenig systematisch abgeleitet.

Angelehnt an die Systematisierung von *Müller* (1998) untersuchen auch *Fischer/Wenzel/Kühn* (2001) beziehungsweise *Fischer/Becker/Wenzel* (2001; 2002) die Umsetzung des VR in den Unternehmen des DAX 30 sowie des Neuen Marktes. Sie stellen einen insgesamt sehr heterogenen Umsetzungsstand bei den untersuchten Unternehmen fest, wobei insbesondere die Berichterstattung über wertorientierte Steuerungsinstrumente am Neuen Markt erhebliche Defizite aufweist²⁰.

Untersucht man die verschiedenen Arbeiten auf Gemeinsamkeiten, dann lässt sich trotz bestehender Unterschiede folgender „gemeinsamer Nenner“ identifizieren: VR bezeichnet die wertorientierte Zusatzberichterstattung über vergangene Wertschaffung, Instrumente der wertorientierten Steuerung sowie über Informationen zur Abschätzung zukünftiger Zahlungsströme. Es dient dabei der Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen internen und externen Stakeholdern. Diese Auflistung ist jedoch nicht geeignet, eine umfassende, konsistente Definition des Begriffs VR zu liefern. Insbesondere lassen die vorgestellten Arbeiten eine theoretische Basis für die einzelnen VR-Bestandteile und deren Inhalte vermissen. Im Folgenden wird deshalb der Versuch unternommen, ausgehend von der Zielsetzung

13 Vgl. *Labhart* (1999), S. 200; auch *Fischer/Wenzel/Kühn* (2001), S. 1209.

14 Vgl. *Labhart* (1999), S. 183–191.

15 Vgl. *Labhart* (1999), S. 263–271.

16 Vgl. *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* (2000), S. 178.

17 *Eccles et al.* (2001), S. 5, welche die Studie von *PWC* (2001) als Monographie umsetzen.

18 Vgl. *PWC* (2001) S. 48.

19 Vgl. *Eccles et al.* (2001), S. 212–214.

20 Vgl. *Fischer/Wenzel/Kühn* (2001), S. 1216; *Fischer/Becker/Wenzel* (2002), S. 25.

des VR eine Abgrenzung des Begriffs und eine Systematisierung der Inhalte zu liefern.

3 Begriffsabgrenzung und -definition

3.1 Zielsetzung der kapitalmarktorientierten Rechnungslegung

Zentrale Zielsetzung der Rechnungslegung nach internationalen Standards ist die Bereitstellung entscheidungsrelevanter Informationen („decision-usefulness“)²¹. Aktionären und Gläubigern sollen Informationen an die Hand gegeben werden, die es ihnen ermöglichen, Anlageentscheidungen („economic decisions“) zu treffen²². Die Frage, welche Informationen „entscheidungsrelevant“ sind, ist wissenschaftlich jedoch nicht eindeutig geklärt²³ und deshalb Gegenstand diverser Untersuchungen²⁴. Bei empirischen Untersuchungen der Entscheidungsrelevanz wird untersucht, ob Informationen Nutzen bei der Entscheidungsfindung stiften, sie also helfen, das Resultat der Entscheidung zu verbessern²⁵. Dieser Ansatz setzt jedoch voraus, dass der Nutzen einer Information für den individuellen Investor messbar ist. Er erfordert somit die Kenntnis der individuellen Ziel- und Präferenzsysteme – was für die Gesamtheit der Investoren realiter nicht zu ermitteln ist²⁶.

Es zeigt sich, dass bisher keine abschließende Aussage darüber möglich ist, was als „entscheidungsrelevante“ Information anzusehen ist. Der Ansatz der Wertrelevanz (*value-relevance*) von Informationen bietet dagegen einen operationaleren Ansatzpunkt, bei dem Informationen dann als nützlich charakterisiert werden, wenn sie zur Erklärung der Preisbildung am Kapitalmarkt beitragen²⁷. Dieser Ansatz macht sich die Erkenntnisse der Investitions- und Finanzierungstheorie zu Eigen, um einen Zusammenhang zwischen Preisbildung und Fundamentaldaten herzustellen. Eine Information ist demnach wertrelevant, wenn sie die Bestimmung des fundamentalen („inneren“) Unternehmenswertes erleichtert beziehungsweise präzisiert²⁸. Zielsetzung des VR muss es demnach sein, durch die Bereitstellung bewertungsrelevanter Informationen die Unternehmensbewertung durch Unternehmensexterne zu erleichtern.

21 Vgl. IAS-F1.12; F 1.14; FAS-CON 2.22.

22 Vgl. z. B. Coenenberg (1993); Coenenberg (2001), S. 1122–1131; Staubus (2000), S. 331.

23 Vgl. Böcking (1998), S. 27; Günther/Beyer (2001), S. 1624.

24 Vgl. für einen Überblick Staubus (2000).

25 Daneben existieren auch Untersuchungen der „Prognoserelevanz“, die untersuchen, ob Informationen geeignet sind, zukünftige Ereignisse vorherzusagen. Dabei bleibt jedoch unklar, ob diese Informationen auch für den Kapitalmarkt relevant sind. Vgl. Möller/Hüfner (2000), S. 412.

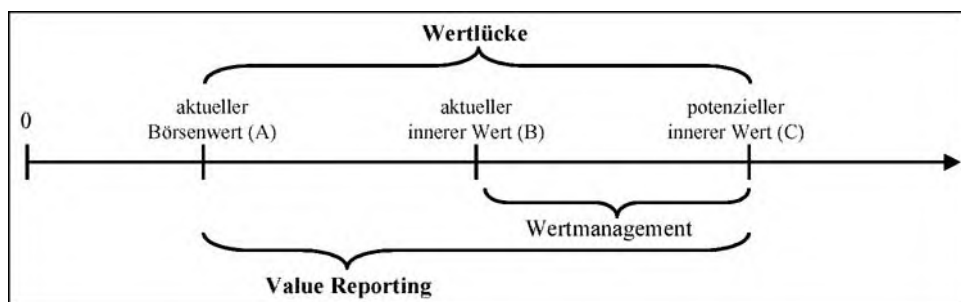
26 Vgl. Möller/Hüfner (2000), S. 412. Event-Studien untersuchen vereinfachend die Auswirkungen der Informationsabgabe auf den Aktienwert. Ihre Ergebnisse hängen jedoch entscheidend vom zu Grunde liegenden Erwartungsrevisionsmodell ab. Vgl. Möller/Hüfner (2000), S. 420; Günther/Beyer (2001), S. 1624.

27 Empirische Wertrelevanz-Studien haben vor allem die Verbindungen von Erfolgskennzahlen mit der Kursbildung zum Gegenstand. Vgl. z. B. AAA (2001), S. 165f. für eine Zusammenstellung neuerer Studien.

28 Vgl. hierzu auch Kames (2000). Dabei erscheint es nicht erforderlich, dass eine neue Information eine Entscheidungsänderung auslöst. Dem Kriterium der Wertrelevanz wird Genüge getan, wenn die Entscheidungsgrundlage verbessert wird. Vgl. ähnlich auch AICPA (1994), S. 17.

Mit dieser Zielsetzung unterstützt das VR das Wertmanagement (VBM), das durch interne Maßnahmen den Unternehmenswert steigern will. Solche Maßnahmen erhöhen jedoch nur den „inneren“ Wert des Unternehmens („potenzieller innerer Wert“)²⁹ und können nur dann für die Eigner in zusätzlichen Börsenwert transformiert werden, wenn diese Maßnahmen auch an den Kapitalmarkt glaubhaft kommuniziert werden³⁰. Falsche Informationen hingegen bewirken das Gegenteil, da sie zu einem Vertrauensverlust der Anleger führen³¹. Das VR dient einer Annäherung des aktuellen Börsenwerts (A) an einen sich bei Einbeziehung aller den Wert determinierenden Informationen über die aktuelle Lage ergebenden inneren Unternehmenswert (B) sowie darüber hinaus an den nach erfolgreich durchgeführten Wertsteigerungsmaßnahmen erreichbaren Unternehmenswert (C) (vgl. *Abbildung 1*)³². Grundsätzlich gilt, dass das VR ebenso zur Relativierung übertriebener Wachstumserwartungen beiträgt, sofern die Markterwartungen (Börsenwert) den inneren Wert übersteigen. Dies würde in *Abbildung 1* zu einer „negativen“ Wertlücke führen.

Abbildung 1: Wertlücke als Ansatzpunkt des Value Reporting



3.2 Verhältnis von Value Reporting und Business Reporting

In der angloamerikanischen Literatur ist der Begriff „Value Reporting“ weitgehend unbekannt³³. Mit ähnlichem Inhalt findet sich jedoch eine Diskussion um ein so genanntes „Business Reporting“ (BR). Vor dem Hintergrund der zunehmenden Orientierung der Rechnungslegung an den Informationsbedürfnissen der Investoren wurde vom AICPA eine Studie zu den Erfordernissen einer investororientierten

29 Vgl. hierzu das „Wertsteigerungs-Pentagon“ bzw. -Hexagon nach *Copeland/Koller/Murrin* (2000), S. 21, 56 sowie *Güntber/Otterbein* (1996), S. 393.

30 VR wird hier nicht als eigener „Werttreiber“ gesehen, da es keinen zusätzlichen Unternehmenswert schafft, sondern bestenfalls eine Fehlbewertung am Markt behebt. A. A. *Labbart* (1999), S. 200.

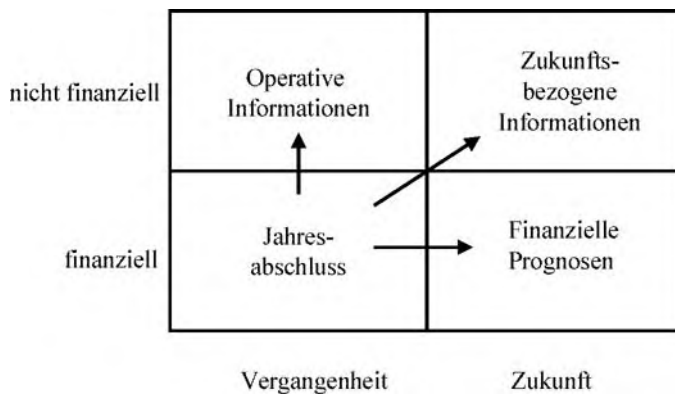
31 Vgl. *Schulz* (1999), S. 81.

32 Der „innere“ Wert ergibt sich als Barwert aus den Nettoentnahmeerwartungen der Eigentümer zusätzlich des Wertes eventueller Handlungs-(Real-)optionen. Vgl. *Labbart* (1999), S.146–154; *Fischer/Habnenstein/Heitzer* (1999). Die Wertlücke zwischen Börsenwert und innerem Wert ist jedoch nicht ausschließlich durch Informationsasymmetrien zu begründen, auch verhaltenstheoretische Aspekte können dafür ursächlich sein (vgl. *Labbart* (1999), S. 111 m.w.N.).

33 Eine Ausnahme bilden *Eccles et al.* (2001), deren VALUEREPORTING-Konzept als geschütztes Warenzeichen von *PricewaterhouseCoopers* eingetragen ist.

Unternehmenspublizität in Auftrag gegeben³⁴. Im Rahmen dieser Untersuchung steht der Begriff BR für: „The information a company provides to help users with capital-allocation decisions about a company.“³⁵ Eine wesentliche Erkenntnis der Studie ist die mangelnde Eignung des Financial Accounting als fundierte Grundlage für eine rationale Entscheidungsfindung³⁶. Deshalb empfiehlt das Committee, dass sich das traditionelle „Financial Accounting“ zu einem umfassenden „BR“ weiterentwickeln solle³⁷. Dies vollzieht sich, wie in *Abbildung 2* dargestellt, entlang zweier Dimensionen: Es werden vermehrt sowohl nicht-finanzielle als auch zukunftsorientierte Informationen präsentiert³⁸.

*Abbildung 2: Weiterentwicklung der Rechnungslegung hin zu einem Business Reporting*³⁹



Aus den umfangreichen Studien des Jenkins-Committee über den Informationsbedarf der Investoren ging ein fünfstufiges Modell hervor, das durch Rückgriff auf fundamentale Bewertungsmodelle und Befragung verschiedener Interessengruppen entstand⁴⁰. Im Rahmen des vom FASB durchgeführten „Business Reporting Research Project“ wurde aufgrund der zunehmenden Bedeutung nicht bilanzierter

34 Vgl. AICPA (1994); Haller/Dietrich (2001a), S. 165 f.

35 AICPA (1994), S. 2; vgl. auch FASB (2001a), S. 1.

36 Vgl. Haskins et al. (1997), S. 829; Noll/Weygandt (1997), S. 59.

37 Vgl. AICPA (1994), S. 5; Haskins et al. (1997), S. 830.

38 Die Möglichkeiten einer finanziellen Prognose-Publizität sind in den USA wegen der weitreichenden Klagemöglichkeiten des amerikanischen Rechtssystems jedoch eingeschränkt. Vgl. Israeloff (1995), S. 15. Es existieren jedoch sog. „Safe Harbour“-Regelungen, wonach zukunftsorientierte Informationen von der Haftung ausgeschlossen sind, „if they are identified as forward-looking statements and accompanied by ‚meaningful cautionary statements‘ that identify important factors that could cause actual results to differ materially“; Pincus (1996), S. 56. Vgl. auch FASB (2001b), S. 55–60.

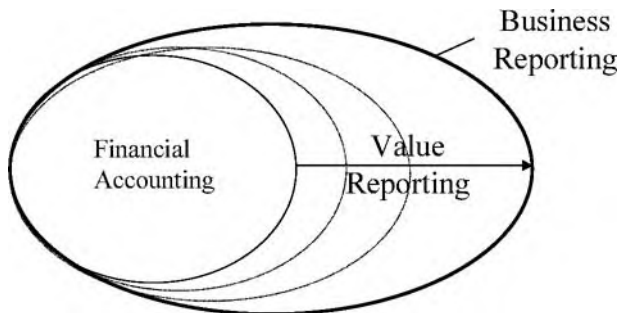
39 In Anlehnung an Noll/Weygandt (1997), S. 59.

40 Das Modell beinhaltet neben finanziellen und nicht-finanziellen Daten auch deren Analyse aus Sicht des Managements sowie zukunftsorientierte Informationen. Daneben sind auch Daten über das Management und die Aktionäre sowie über das unternehmerische Umfeld vorgesehen. Vgl. AICPA (1994), S. 52; Haller/Dietrich (2001b), S. 208.

immaterieller Vermögenswerte diesem Modell eine sechste Kategorie entsprechenden Inhalts hinzugefügt⁴¹.

Obige Ausführungen verdeutlichen, dass die Weiterentwicklung der Rechnungslegung im Rahmen des BR auf eine erhöhte Bewertungsrelevanz der Informationen abzielt. Damit decken sich die Zielsetzungen von VR und BR. Anstatt beide als Synonyme zu betrachten, soll im Folgenden der Begriff BR das gesamte weiterentwickelte Rechnungslegungs-System bezeichnen, das sowohl die traditionellen als auch die ergänzenden Bestandteile enthält, um damit der dargestellten Mehrdimensionalität der Weiterentwicklung Rechnung zu tragen⁴². VR ergänzt entsprechend das Financial Accounting um bewertungsorientierte Aspekte zu einem umfassenden BR. Das gegenwärtige System des Financial Accounting befindet sich gleichzeitig in einem Entwicklungsprozess hin zum umfassenderen System des BR, sodass nach und nach Inhalte des VR internalisiert werden. *Abbildung 3* veranschaulicht dies⁴³.

Abbildung 3: Business vs. Value Reporting



3.3 Verhältnis von Value Reporting und Investor Relations

Unter der identischen Zielsetzung der langfristigen, nachhaltigen Aktienkursmaximierung wird in der Literatur auch der Begriff der Investor Relations (IR) diskutiert⁴⁴. Die IR werden als Bestandteil des Finanzmarketing angesehen⁴⁵ und sind damit Bestandteil der gesamten Unternehmenskommunikation, den Public

41 Vgl. *FASB* (2001a), S. 5. Aufgrund der in der jüngeren Vergangenheit aufgetretenen Problematik der Bewertung von New-Economy-Unternehmen wird der Rechnungslegung vorgeworfen, dass die bilanzielle Darstellung der Vermögenswerte des Unternehmens nicht den ökonomischen Verhältnissen entspreche und sich häufig das bilanzielle Eigenkapital um ein Vielfaches vom am Markt zu beobachtenden Börsenwert unterscheide. Vgl. *FASB* (2001d), S. VII; *Günther/Beyer* (2001), S. 1627f.; *Haller/Dietrich* (2001c), S. 1045; *Pellens/Fülber* (2000), S. 123. Betroffen von diesem Missverhältnis sind insbesondere Unternehmen, deren Erfolgsaussichten sich wesentlich in nicht bilanziell erfassten immateriellen Werten widerspiegeln.

42 Vgl. auch *Böcking* (1998), S. 44f.; zum Teil wird in der Literatur der Begriff BR nur für die Zusatzberichterstattung verwendet, vgl. *Haller/Dietrich* (2001b), S. 206f.

43 Je nachdem, welches Rechnungslegungssystem dem Financial Accounting zu Grunde liegt, ist dessen Anteil am BR kleiner oder größer (vgl. gestrichelte Linien).

44 Vgl. *Leven* (1998).

45 Vgl. *Günther/Otterbein* (1996), S. 390f.

Relations. Diese umfassen die gesamte Kapitalmarktkommunikation⁴⁶, während unter „Reporting“ nur der Teil der Kommunikation zu verstehen ist, der regelmäßig und strukturiert erfolgt und auf dem Rechnungswesen aufbaut. Das BR, verstanden als weiterentwickelte kapitalmarktorientierte Berichterstattung, ist damit ein Bestandteil der Investor Relations, aber nicht ihr alleiniges Instrument. Das VR als Bestandteil des BR kann dabei sowohl solche Bestandteile und Angaben umfassen, die pflichtgemäß zum Jahres- oder Zwischenbericht gehören (z. B. Segmentbericht, Kapitalflussrechnung), als auch freiwillige Zusatzinformationen⁴⁷. Insofern überlappen sich Pflichtpublizität und VR⁴⁸.

3.4 Fazit: Begriff Value Reporting

Unter VR soll im Folgenden die Bereitstellung verdichteter, über die Pflichtpublizität hinausgehender Informationen aus dem operativen und strategischen Bereich mit dem Ziel verstanden werden, die Unternehmensbewertung durch Unternehmensexterne zu erleichtern und damit eine eventuell vorhandene Wertlücke zwischen aktuellem Marktpreis und innerem Wert zu dezimieren⁴⁹. Damit dient es der Effizienz des Kapitalmarkts durch Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren. Um diese Funktion wahrnehmen zu können, muss das VR zwangsläufig zukunftsorientierte Bestandteile beinhalten und auf langfristige Wertschaffung ausgerichtet sein, nicht auf eine kurzfristige Aktienkursmaximierung. Im Folgenden wird die mögliche Ausgestaltung eines solchen VR behandelt.

4 Elemente des Value Reporting

Vorliegende Studien zeigen, dass eine große Bereitschaft der Unternehmen zur Abgabe von kapitalmarktorientierten Zusatzinformationen besteht⁵⁰. Jedoch werden diese häufig unstrukturiert, inkonsistent und wenig übersichtlich präsentiert⁵¹, sodass sie eher zu einem „Overload“ an Information beitragen als zu einem Zusatznutzen. Ein Rahmenkonzept für die wertorientierte Berichterstattung sollte somit eine Anleitung für Unternehmen bieten, welche Informationen in welcher Form aufbereitet werden können, um dem Kapitalmarkt eine Bewertung zu erleichtern. Ein solches Rahmenkonzept kann unter Verwendung einheitlicher Be-

46 IR beinhaltet sowohl die gesetzlich normierte, regelmäßige Publizität wie Jahres- und Zwischenberichte als auch Pressemitteilungen, Anzeigen, sowie Roadshows etc. Vgl. *Günther/Otterbein* (1996), S. 404f.

47 Wie empirische Untersuchungen gezeigt haben, wird von den Kapitalmarktakteuren die Bedeutung der verschiedenen Kommunikationsinstrumente sehr unterschiedlich eingeschätzt. So wird etwa der Zwischenberichterstattung ein größerer Informationsgehalt beigemessen als dem Geschäftsbericht. Vgl. *Schulz* (1999), S. 189. Gegenteilig jedoch *Günther/Otterbein* (1996). Insofern sollte ein auf Bewertungsrelevanz ausgerichtetes VR sich nicht nur auf den Geschäftsbericht beschränken.

48 Das „Financial Accounting“ (vgl. *Abbildung 3*) im Sinne des Jahresabschlusses beinhaltet sowohl freiwillige als auch pflichtgemäße Angaben. Deshalb sind Teile des VR bereits heute Bestandteil der Pflichtpublizität.

49 Zum Ziel der Schließung von Wertlücken vgl. bereits *AICPA* (1994), S. 17.

50 Vgl. *Haller/Dietrich* (2001b), S. 206f.; *Noll/Weygandt* (1997), S. 61.

51 Vgl. *Noll/Weygandt* (1997), S. 61.

griffligkeiten die Auffindbarkeit der Daten erleichtern und somit als Basis für eine sowohl zwischenbetrieblich als auch intertemporal verbesserte Vergleichbarkeit dienen⁵².

Sowohl die deutschen Empfehlungen zur Ausgestaltung des VR als auch das US-amerikanische Konzept des AICPA/FASB lassen eine deduktive Herleitung der vorgenommenen Einteilung und ihrer Bestandteile vermissen und weisen wenig direkten Bezug zur Bewertungsproblematik der Investoren auf⁵³. Das Konzept des AICPA basiert zwar auf Befragungen der Adressaten der Rechnungslegung über ihren Informationsbedarf, eine Überprüfung der Bewertungsrelevanz sowie der Verlässlichkeit der Informationen wird jedoch anderen Studien überlassen⁵⁴. Schon die erwähnte Erweiterung des Konzepts um immaterielle Vermögensgegenstände durch das FASB lässt die Frage aufkommen, ob nicht in Zukunft weitere Ergänzungen notwendig werden. Die Geschlossenheit und Vollständigkeit des Konzepts ist folglich nicht gewährleistet. Im Folgenden soll daher der Versuch unternommen werden, aufbauend auf den dargestellten Erkenntnissen ein Rahmenkonzept für die wertorientierte Berichterstattung zu entwickeln, das als Leitfaden für die Identifikation und Präsentation bewertungsrelevanter Informationen dienen kann⁵⁵.

Um bewertungsrelevante Informationen vermitteln zu können, besteht zunächst die Notwendigkeit, solche zu identifizieren. Ausgehend vom oben dargestellten Konzept der Wertrelevanz bilden konsequenterweise die aus der Bewertungstheorie bekannten Konzepte der Unternehmens- beziehungsweise Aktienbewertung den Rahmen für eine solche Berichterstattung⁵⁶. Grundsätzlich lassen sich dabei die Substanzbewertung, die Multiplikator-Methoden und zukunftsferfolgsorientierte Methoden unterscheiden⁵⁷. Die vom Unternehmen bereitgestellten Informationen sollen es den Investoren ermöglichen, Unternehmenswerte nach diesen Methoden zu bestimmen⁵⁸. Aus Sicht der Investoren erfordert eine wertorientierte Berichterstattung somit einen wesentlichen Zukunftsbezug. Jede sinnvolle Planung erfordert aber auch Planrevisionen und Soll-Ist-Vergleiche. Deshalb erfüllen auch vergangenheitsbezogene Informationen im Rahmen des VR einen Zweck, sie dienen der Rechenschaftslegung über die abgelaufene Periode. Demnach hat die wertorientierte Berichterstattung sowohl eine Kontrollfunktion hinsichtlich der früheren Prognosen als auch eine Planungsfunktion⁵⁹. Entlang dieser beiden Dimensionen und der drei Bewertungsmethoden lassen sich sechs Teilbereiche definieren (vgl. *Tabelle 1*).

Ad (1) Der Substanzwert basiert auf der Summe der Werte der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden. Bewertet man die in der Bilanz erfassten Positionen nach den geltenden bilanziellen Bewertungsregeln, entspricht die Differenz

52 Vgl. *AICPA* (1994), S. 3.

53 Vgl. zum Zustandekommen der Einteilung *AICPA* (1994), S. 25, 51f.; die deutschen Modelle bauen mehr oder weniger stark auf *Müller* (1998) auf.

54 Vgl. *AICPA* (1994), S. 6; vgl. auch *Haller/Dietrich* (2001b), S. 211.

55 Im Rahmen der Business Reporting Research Studie wird Standardsettern und Forschung die Ableitung eines eigenen umfassenden Business Reporting-Modells, das z. B. auch die Verhältnisse außerhalb der USA zu berücksichtigen hätte, explizit empfohlen. Vgl. *AICPA* (1994), S. 6; 49–51.

56 Vgl. auch *AICPA* (1994), S. 9, 11f.; *Güntber/Beyer* (2001), S. 1624.

57 Vgl. z. B. *Kames* (2000), S. 59.

58 Vgl. *Haller/Dietrich* (2001c), S. 1047.

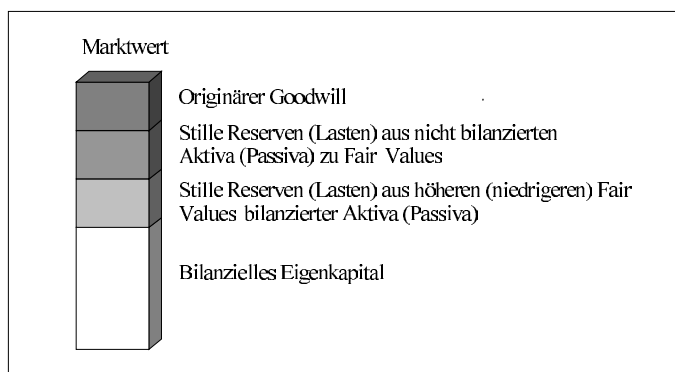
59 Vgl. ähnlich auch *AICPA* (1994), S. 22f.

Tabelle 1: Dimensionen der wertorientierten Berichterstattung

| | Substanzbewertung | Kapitalmarktbewertung (Multiplikatoren) | Zukunftserfolgsorientierte Bewertung („innerer“ Wert) |
|---------------------------------|---|--|---|
| Vergangenheitsbezug (Kontrolle) | (1) Bilanzdaten (historische AK/HK) | (3) Externe Wertgenerierung (erzielte Aktienrenditen im Vergleich) | (5) Interne Wertgenerierung (Periodenerfolg, Cashflows, EVA etc.) |
| Zukunftsbezug (Planung) | (2) Marktwertbilanz (Fair Value, Intangibles) | (4) Multiplikatoren | (6) Informationen zur Ermittlung des inneren Werts |

dem bilanziellen Eigenkapital. Dieses unterscheidet sich jedoch vom Marktwert des Eigenkapitals durch stille Reserven (bzw. Lasten) in Form von zu niedrig ausgewiesenen Vermögensgegenständen (bzw. zu hoch angesetzten Schulden), nicht bilanzierten Vermögenswerten (bzw. Schulden) wie zum Beispiel selbsterstellte immaterielle Werte und dem originären Goodwill (vgl. *Abbildung 4*).

Abbildung 4: Komponenten des Unternehmenswerts bei Einzelbewertung



Ad (2) Betrachtet man die Vermögenswerte als Barwerte künftiger dem Unternehmen zufließender Cashflows⁶⁰ und bezieht sämtliche Werte (z. B. auch selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände) mit ein, so entspräche die Summe all dieser Werte im Idealfall dem Marktwert des Unternehmens auf Einzelbewertungsbasis⁶¹, dargestellt zum Beispiel in Form einer Marktwertbilanz. Die Differenz zwischen dem Marktwert und dem bilanziellen Wert ließe sich folglich durch Angaben zu den Fair Values der bilanzierten Vermögensgegenstände, zu den nicht bilanzierten Vermögensgegenständen und Schulden sowie dem originären Goodwill erklären. Dabei wäre allerdings der originäre Goodwill durch zukunftsorientierte Bewertungsmethoden zu ermitteln, da sein Wert nicht beobachtbar ist⁶².

60 Vgl. hierzu die Asset-Definition nach IAS bzw. US-GAAP sowie bereits *Ordeltbeide* (1988).

61 Vgl. *Sieben* (1963), S. 61.

62 Zu einem konzeptionellen Ansatz zur Bewertung einzelner Goodwill-Komponenten vgl. *Sellborn* (2000).

Nach der neuen Goodwill-Bilanzierung nach SFAS 141/142 ist künftig jährlich die Ermittlung der Marktwerte der Reporting-Units (RU) erforderlich. Für die Ermittlung des Abwertungsbedarfs werden im zweiten Schritt auch die Fair Values der Vermögensgegenstände und Schulden benötigt. Der bilanzierte Goodwill ist mit dem resultierenden rechnerischen Goodwill als Differenz aus Marktwert der RU und dem Fair Value des Eigenkapitals zu vergleichen und auf den niedrigeren Wert abzuschreiben⁶³. Insofern bietet der neue Standard in diesem Zusammenhang eine ideale Gelegenheit, durch Angabe der genannten Fair Values beziehungsweise der oben erwähnten Unterschiedsbeträge zum Beispiel innerhalb der Segmentberichterstattung die Informationslücke zwischen Markt- und Buchwerten zu schließen⁶⁴.

Ad (3) und (4) Die vergangenheitsbezogenen Informationen über den Börsenwert sowie die erzielte Aktienrendite dienen der nachträglichen Beurteilung der Finanzanlage. Hier sollten Informationen geliefert werden, wie sie nicht auch aus anderer Quelle, zum Beispiel dem Internet, abgefragt werden können, sondern es dem (potenziellen) Investor gezielt erlauben, die Performance der Aktie im Vergleich zu ähnlichen Unternehmen zu beurteilen. Die Angabe von Vergleichskennzahlen erlaubt die zusammenfassende Einschätzung der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt, die die Zukunftserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegelt⁶⁵. Zieht man zusätzlich den „inneren“ Wert des Unternehmens heran, der sich aus Bereich (6) ergibt, so lässt sich daraus eine Wertlücke identifizieren, die als Anzeichen für eine Unter- oder Überbewertung als Grundlage für die Investitionsentscheidung der Investoren dient.

Ad (5) Ausgangspunkt für die Abschätzung der Zukunftsentwicklung ist grundsätzlich die vergangene Situation des Unternehmens. Basis hierfür stellen finanzielle Erfolgs- und Liquiditätskennzahlen dar, insbesondere auch die Kapitalflussrechnung⁶⁶. Die hier gemachten Angaben sollten außerdem eine Nachrechnung erlauben, inwieweit Maßnahmen zur Wertsteigerung tatsächlich umgesetzt wurden⁶⁷. Zu diesem Zweck ist an die Instrumente der wertorientierten Steuerung, wie zum Beispiel die verschiedenen Residualgewinn-Konzepte zu denken⁶⁸. Zudem dienen Informationen über wertorientierte Steuerungssysteme dem Abbau von Agency-Kosten, sofern den Investoren glaubhaft signalisiert wird, dass sich das Unternehmen den Interessen der Aktionäre verpflichtet fühlt.

Ad (6) Kern des Value Reporting bildet schließlich Bereich (6), der alle Informationen zur Abschätzung zukünftiger Erfolge des Unternehmens sowie der Kapitalkosten enthält. Vorbild hierfür müssen die umfangreichen Informationen sein, die für Zwecke einer Unternehmensbewertung benötigt werden⁶⁹. Eine solch detaillierte

63 Vgl. für eine Darstellung des Impairment-Tests grundlegend *Pellens/Sellhorn* (2001).

64 Vgl. hierzu die Diskussion um ein „Intellectual Capital Statement“ sowie Teile der Fair-Value-Debatte; z. B. in *Haller/Dietrich* (2001c); *Ranker/Woblgemuth/Zwirner* (2001).

65 Zur Multiplikatormethode kritisch vgl. stellvertretend *Ballwieser* (1997).

66 Vgl. *Coenenberg* (2001a), S. 319f.

67 Die Angaben sollten dabei grundsätzlich segmentiert erfolgen, um die Geschäftsaussichten der verschiedenen Bereiche einschätzen zu können. Vgl. *Coenenberg* (2001b), S. 593f.

68 Vgl. zu einer kritischen Einschätzung der Aussagekraft von Residualgewinnen *Hebertinger* (2002), S. 138f. m.w.N.

69 Vgl. hierzu ausführlich *Schultze* (2001), S. 121–128.

und umfangreiche Berichterstattung wird zwangsläufig sowohl aus Nutzen-/Kosten-Erwägungen als auch aus wettbewerbsstrategischer Sicht nicht sinnvoll sein. Jedoch kann ein verdichtetes, auf der Unternehmensbewertung beruhendes Werttreiber-System einen Rahmen für die wertorientierte Informationsvermittlung bilden. Nach *Rappaport* (1986) fließen in eine vereinfachte Bewertung die Werttreiber Wachstum, Gewinnmarge, Steuersatz, Investitionen und Kapitalkosten ein⁷⁰. Bricht man diese weiter herunter, lassen sich eine Vielzahl von Einzelinformationen identifizieren, die sich global in Informationen über die Umwelt und das Unternehmen einteilen lassen, welche die Hauptdeterminanten des Unternehmenswertes bilden⁷¹. Diese Hauptdeterminanten lassen sich gemäß der Vorgehensweise bei der fundamentalen Aktienanalyse⁷² in mehrere Unterbereiche einteilen. Für die verschiedenen Unterbereiche zeigt *Abbildung 5* beispielhaft einzelne Informationen und mögliche Verbindungen zu den Werttreibern⁷³.

Das Gesamtsystem eines so aufgebauten VR lässt sich zusammenfassend wie in *Tabelle 2* abgebildet darstellen, wobei die Bereiche (1) und (2) sowie (3) und (4) aus *Tabelle 1* zu jeweils einer Kategorie zusammengefasst wurden.

5 Empirischer Teil

5.1 Untersuchungsdesign

Grundlage der empirischen Untersuchung sind die Geschäftsberichte der zum 31.12.2000 im DAX 100 notierten Unternehmen. Der Auswertung liegt damit im Vergleich zu älteren VR-Studien ein sehr breites Untersuchungssample zugrunde⁷⁴. Von den untersuchten Unternehmen bilanzieren nach wie vor 47% nach HGB, wobei unter den DAX 30 (im Folgenden DAX)-Unternehmen nur noch vier reine HGB-Bilanzierer zu finden sind.

Auf Basis des in Abschnitt II abgeleiteten Rahmenkonzeptes und des auf zukunftsbezogene Informationen ausgerichteten Werttreiberbaums wurde ein Kriterienkatalog mit 104 Einzelanforderungen entwickelt⁷⁵. Sofern eine solche Differenzierung aufgrund der Fragestellung sinnvoll erschien, wurde zusätzlich zur Überprüfung der Verfügbarkeit einer bestimmten Information deren Qualität bewertet. Dabei wurde unterschieden zwischen dem reinen Vorhandensein der Information und einer guten Erläuterung. Für Teilbereiche der Untersuchung wurden die gleichen

70 Vgl. *Rappaport* (1986), S. 76.

71 Vgl. hierzu ausführlich *Schultze* (2001), S. 106–121.

72 Vgl. *Steiner/Bruns* (2000), S. 211.

73 Eine eindeutige Zuordnung der Informationen zu den verschiedenen Bereichen ist nicht möglich, sondern nur beispielhaft zu verstehen. So haben z. B. Informationen über die Qualität sowohl operativen als auch strategischen Charakter. Vergleicht man die Inhalte mit den Vorschlägen des Jenkins Committee, so stellt man weitgehende Übereinstimmungen fest. Da die Studie des AICPA auf einer Erhebung bei Kapitalmarktakteuren beruht, lässt sich diese Übereinstimmung als Bestätigung obiger Ergebnisse interpretieren.

74 Der Untersuchung von *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* (2000) liegen die DAX 30-Unternehmen zu Grunde, *Fischer/Wenzel/Kühn* (2001) untersuchen die Unternehmen des Nemax 50. Breiter angelegte Untersuchungen wie die des manager magazins sind nicht explizit auf die Analyse des Value Reporting ausgerichtet und daher nur begrenzt vergleichbar (vgl. *Baetge/Noelle* (2001), S. 179).

75 Der Kriterienkatalog wird von den Autoren auf Wunsch zur Verfügung gestellt.

Abbildung 5: Informationssystem zur Ermittlung des „inneren“ Werts

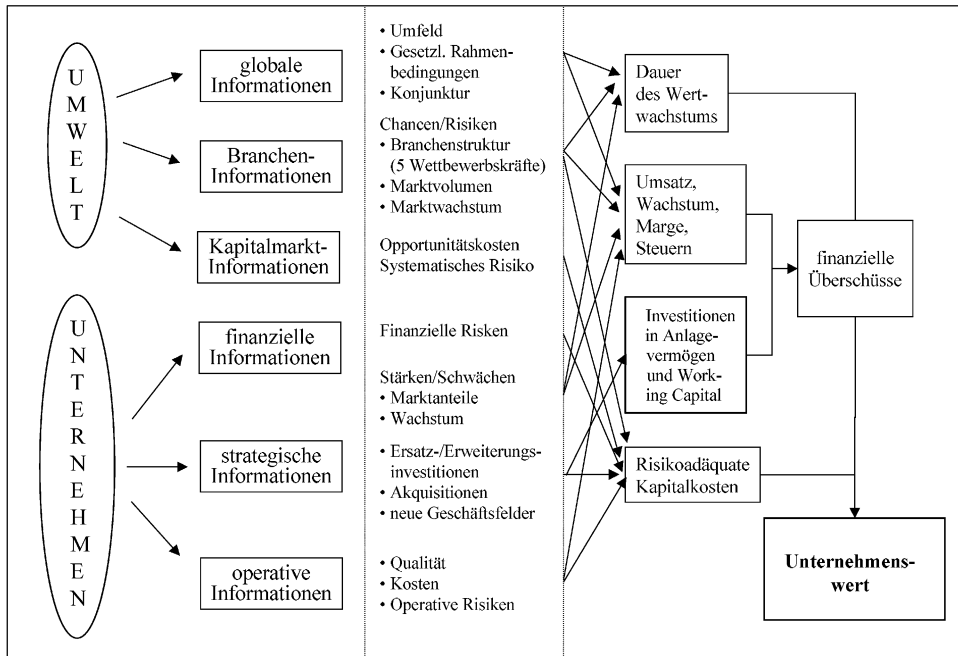


Tabelle 2: Value-Reporting-Modell

| Bezeichnung | Inhalte |
|--|---|
| Informationen zur Substanzbewertung | ➤ Intellectual Capital, Fair Value, Goodwill |
| Informationen zur Kapitalmarktbewertung | ➤ In der Periode erzielte externe Wertgenerierung (Aktienrendite) ➤ Relative Bewertung gegenüber Vergleichsunternehmen (Multiplikatoren) |
| Informationen zur internen Wertgenerierung | ➤ In der Periode erzielte interne Wertgenerierung (operativer und investiver Cashflow, EVA etc.) ➤ Eingeleitete Maßnahmen zur Wertsteigerung ➤ Anreiz- und Steuerungssysteme, die der Wertsteigerung dienen |
| Informationen zur Ermittlung des „inneren“ Werts | ➤ Informationen über Umwelt und Unternehmen, die eine Vorausschau und Bewertung erlauben |

Tabelle 3: Rechnungslegungsstandards

| | HGB | IAS | US-GAAP | HGB/US-GAAP | IAS/US-GAAP |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| DAX | 4 (13,3%) | 13 (43,4%) | 8 (26,7%) | 3 (10,0%) | 2 (6,8%) |
| MDAX | 43 (61,4%) | 15 (21,4%) | 12 (17,2%) | 0 | 0 |
| Gesamt | 47 (47%) | 28 (28%) | 20 (20%) | 3 (3%) | 2 (2%) |

Kriterien zugrunde gelegt wie bei *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* (2000), sodass die vorliegende Studie gleichzeitig eine Fortführung der dortigen Untersuchung darstellt und Aussagen über die Entwicklung des Value Reporting im Zeitablauf zulässt⁷⁶. Der Aufbau der Untersuchung orientiert sich an dem oben vorgestellten Value-Reporting-Modell (vgl. *Tabelle 2*).

5.2 Ergebnisse

5.2.1 Informationen zur Substanzbewertung

In diesem Bereich wurden Informationen über in der Bilanz nicht oder nicht in vollem Umfang erkennbare Vermögenswerte untersucht⁷⁷. Diese lassen sich, wenn auch nicht ganz überschneidungsfrei, in drei Gruppen einteilen:

1. Fair Values bilanzierter Vermögensgegenstände und Schulden⁷⁸,
2. nichtbilanzierte (immaterielle) Vermögenswerte⁷⁹,
3. originärer Firmenwert.

Fair Values waren in den Geschäftsberichten fast ausschließlich im Rahmen der Anhangangaben zu den Finanzinstrumenten zu finden und beschränkten sich meist auf die nach IAS/US-GAAP verpflichtende Berichterstattung. Nur in zwei Ausnahmefällen wurden von HGB-Bilanzierern freiwillig Fair Values von Finanzinstrumenten berichtet⁸⁰, Angaben zu den Fair Values anderer Vermögensgegenstände machten drei Unternehmen (vgl. *Abbildung 6*)⁸¹. Auch ein freiwilliger Ausweis nicht bilanzierter immaterieller Vermögensgegenstände erfolgt nur in den seltensten Fällen⁸². Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung erfolgt die Einteilung der immateriellen Werte anhand der Systematisierung des „AK Immaterielle Werte“⁸³. Die Geschäftsberichte wurden auf Informationen durchgesehen, die für den Investor nützlich sind, um zu beurteilen, ob das Unternehmen spezifische

76 Da die Studie von *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* ausschließlich den DAX 30 untersucht, werden für Zeitreihenbetrachtungen die MDAX-Unternehmen ausgeschlossen.

77 Vgl. auch die Studien von *Fülbi/Honold/Klar* (2000); *Küting* (2001); *Küting/Zwirner* (2001); *AICPA* (2000), S. 226; *Haller/Dietrich* (2001c), S. 1048f.

78 Die Berichterstattung über Marktwerte soll eine präzisere Prognose der Cash Flows, die künftig aus dem Abgang von Vermögensgegenständen zu erwarten sind, ermöglichen (vgl. *Göbel* (2000), S. 195).

79 Verschiedene theoretische Arbeiten haben sich mit einer möglichen Ausgestaltung einer wertorientierten Berichterstattung über immaterielle Werte beschäftigt; vgl. hierzu vor allem die Empfehlungen des *AK Immaterielle Werte* (2001), sowie *Haller/Dietrich* (2001c); grundlegend *Haller* (1998); *Lev* (2000); *Maul/Menninger* (2000); *Kasperzak/Krag/Wiedenbofer* (2001); *Pellens/Fülbi/Sellborn* (2001), jeweils m.w.N. Einen Überblick über verschiedene Empfehlungen gibt *Küting* (2001), S. 481–493.

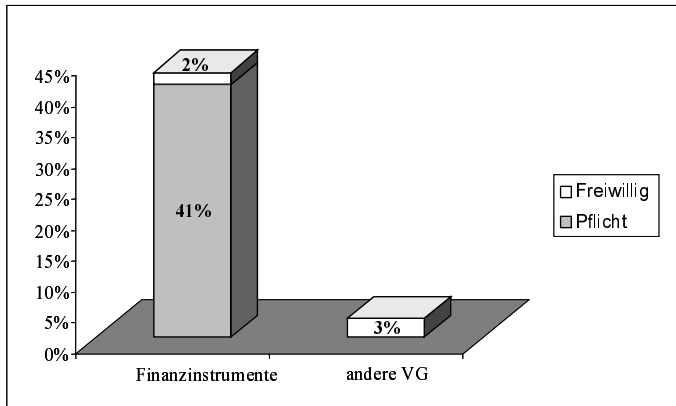
80 Vgl. ähnlich *Göbel* (2000), S. 195.

81 Hierbei handelte es sich um Angaben zu Immobilien, Vorräten und dem Marktwert eines Filmrechtstests.

82 *Haller/Dietrich* (2001c), S. 1048f. zeigen in ihrer Untersuchung der 1999er Geschäftsberichte von 28 der DAX 30-Unternehmen, dass die Angaben insbesondere zu kunden-, beschaffungs-, prozess- und standortbezogenen Wettbewerbsvorteilen sehr gering sind. Vgl. auch *Fülbi/Honold/Klar* (2000), S. 842; *FASB* (2001), S. 10f.

83 Vgl. *AK Immaterielle Werte* (2001), S. 989.

Abbildung 6: Angabe von Fair Values



Vorteile in den jeweiligen Kategorien herbeiführt und verteidigt, die sich zukünftig positiv auf den Unternehmenserfolg und damit -wert auswirken⁸⁴. Dabei wurde zwischen allgemeinen qualitativen Aussagen zum Thema, fundierten qualitativen Angaben, die Aufschluss über das damit verbundene Wertpotenzial zuließen, sowie quantitativen Angaben differenziert. Nur in zwei Fällen wurden echte quantitative Angaben gefunden, zum Beispiel das erwartete Marktpotenzial einer Produktentwicklung. Bei Finanzdienstleistern wurden häufiger Angaben zum Value-at-Risk gefunden, die als Angaben zum „Investor Capital“ qualifiziert wurden⁸⁵.

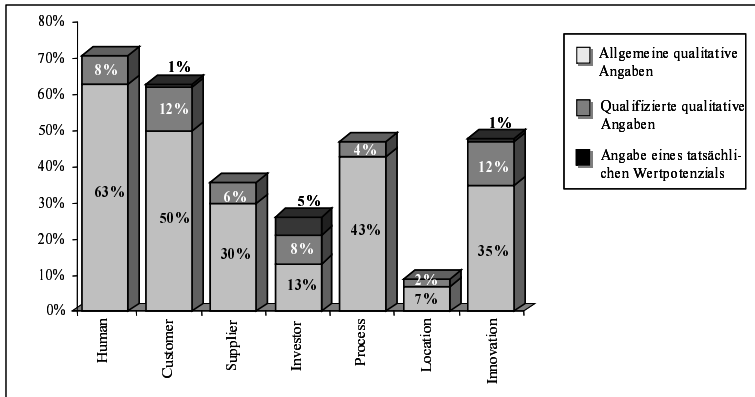
Die Mehrzahl (63%) der Unternehmen liefert im Bereich „Human Capital“ Informationen über die Personalentwicklung, wobei in der Regel unklar bleibt, inwieweit mit den dargestellten Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen zukünftige Vorteile verbunden sind. Auch die Angaben zu Kundenbeziehungen beschränken sich meist auf allgemeine Aussagen. Konkrete Aussagen über das Management der Kundenbeziehung und die daraus resultierenden Vorteile waren selten. Dasselbe gilt noch stärker für Lieferantenbeziehungen.

Sehr selten waren zudem Aussagen zu Standortvorteilen, wohingegen Informationen zu organisatorischen Verbesserungen sowie Qualitätsinitiativen häufiger zu finden waren. Angaben zu Innovationen, meist im Rahmen der F&E-Aktivitäten, machen insgesamt 48% der Unternehmen, nur wenige jedoch verbunden die Darstellung mit einer Schilderung der Zukunftsaussichten, des Projektfortschritts oder

84 Informationen wurden dann als wertrelevant angesehen, wenn sie dem Investor die Abschätzung zukünftiger Zahlungsmittelzuflüsse aufgrund dieser Maßnahmen ermöglichen, somit der Investitionscharakter bestimmter Auszahlungen deutlich wird.

85 Da sich Angaben zum Investor Capital inhaltlich stark mit den „Informationen zur internen Wertgenerierung“ überschneiden, wurden hier nur solche Informationen gewertet, die sich unmittelbar auf eine Verbesserung der Finanzierungssituation (Kapitalkosten) auswirken, wie z. B. die Vornahme eines Rating. Daher ergibt sich eine geringere Häufigkeit im Vergleich zu *Haller/Dietrich* (2001c), die auch Informationen über wertorientierte Steuerungssysteme als Angaben zum „Investor Capital“ werten (vgl. S. 1048f.).

Abbildung 7: Informationen zum „Intellectual Capital“



sogar des konkreten Marktpotenzials. Explizite, zusammenfassende Angaben zum originären Firmenwert waren in keinem Geschäftsbericht zu finden⁸⁶.

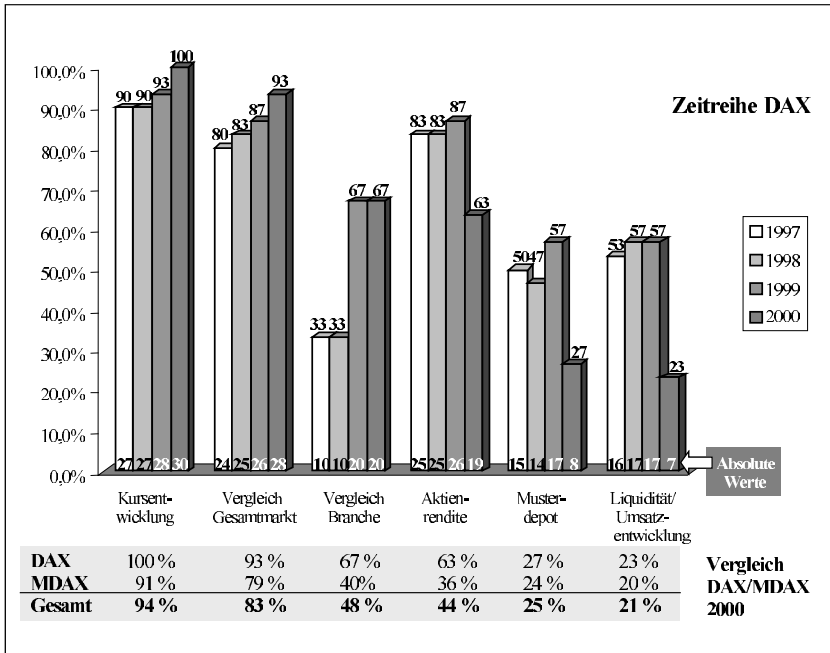
5.2.2 Informationen zur Kapitalmarkt-Bewertung

Informationen zur Kapitalmarkt-Bewertung dienen dem Aktionär zur Performance-Kontrolle und bilden die Basis für die Einschätzung im Vergleich zu anderen Unternehmen. Sie sollen ihm einen Überblick über die einzelnen Komponenten der Wertsteigerung geben. Während bereits in der Vergangenheit fast alle DAX-Unternehmen über ihre Kursentwicklung und die Aktienrendite berichtet haben, ist zumindest bei der Aktienrendite im Jahr 2000 ein rückläufiger Trend festzustellen (63% statt 87% in 1999, vgl. *Abbildung 8*). In Zeiten negativer Kursentwicklungen scheint die Bereitschaft, über die eigene Performance Auskunft zu geben, deutlich gebremst zu sein. Dagegen haben Aussagen über einen Vergleich der eigenen Entwicklung gegenüber dem Gesamtmarkt um sechs Prozentpunkte auf 93% zugenommen, möglicherweise um die eigene Negativentwicklung zu relativieren. Zwischen DAX und MDAX sind erhebliche Unterschiede bei Angaben zur Aktienrendite festzustellen, die nur von 36% der MDAX-Unternehmen ausgewiesen wird, jedoch immerhin von 63% der DAX-Unternehmen.

Es ist auffallend, dass die Unternehmen sich von den gefallen Kursen scheinbar motivieren lassen, verstärkt ihre Dividendenrendite auszuweisen (vgl. *Abbildung 9*), was knapp die Hälfte der DAX- (47% nach 37% im Vorjahr) und gut ein Viertel der MDAX-Unternehmen (26%) tun.

⁸⁶ Diese dürften jedoch im Rahmen der neuen Goodwill-Bilanzierung nach SFAS 141/142 künftig zunehmende Bedeutung erlangen, da ein regelmäßiger Impairment-Test der „Reporting Units“ die Ermittlung ihres Fair Values und damit des originären Firmenwerts erforderlich macht. Vgl. *Pellens/Sellborn* (2001).

Abbildung 8: Aktienkursentwicklung und Aktienrendite



Die zurückgegangene Differenzierung zwischen Brutto- und Nettodividende könnte eine (vorschnelle) Reaktion auf das Halbeinkünfteverfahren sein, das für ab 2002 ausgeschüttete Gewinne gilt⁸⁷.

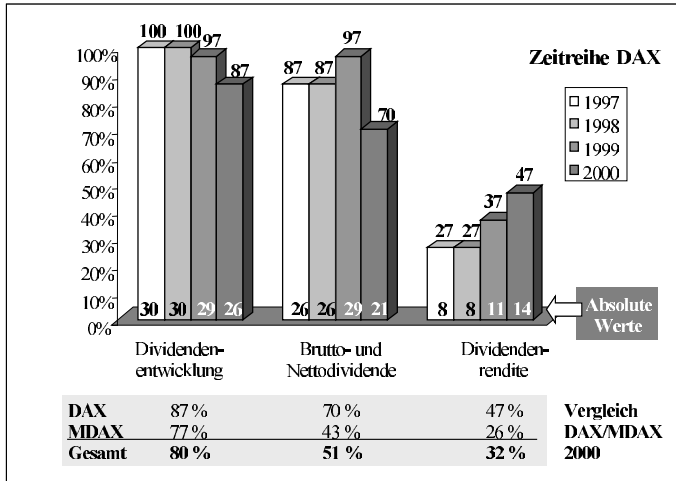
Bei den auf die einzelne Aktie bezogenen Ergebnisgrößen ergibt sich kein einheitliches Bild. Zwar gehört der Ausweis des Gewinns je Aktie (EPS) inzwischen bei 93% der DAX- und 67% der MDAX-Unternehmen zum Standard⁸⁸, eine entsprechende Cash-Flow-Größe weisen jedoch nur 34% aller Unternehmen aus⁸⁹. Insgesamt ist festzustellen, dass die Informationsbereitschaft der DAX-Unternehmen der der MDAX-Unternehmen in diesem Reportingbereich nicht grundsätzlich überlegen ist. Neben den DVFA/SG-Kennzahlen messen die MDAX-Werte auch dem KGV ein höheres Gewicht bei als die DAX-Unternehmen (vgl. *Abbildung 10*).

87 Alternativ ist denkbar, dass die Dividende aus nicht KSt-pflichtigen ausländischen Einkünften ausgeschüttet wurde.

88 Was nicht besonders überrascht, da die Angabe nach IAS und US-GAAP ohnehin vorgeschrieben ist. Zum DVFA/SG-Ergebnis vgl. *DVFA/SG* (1998).

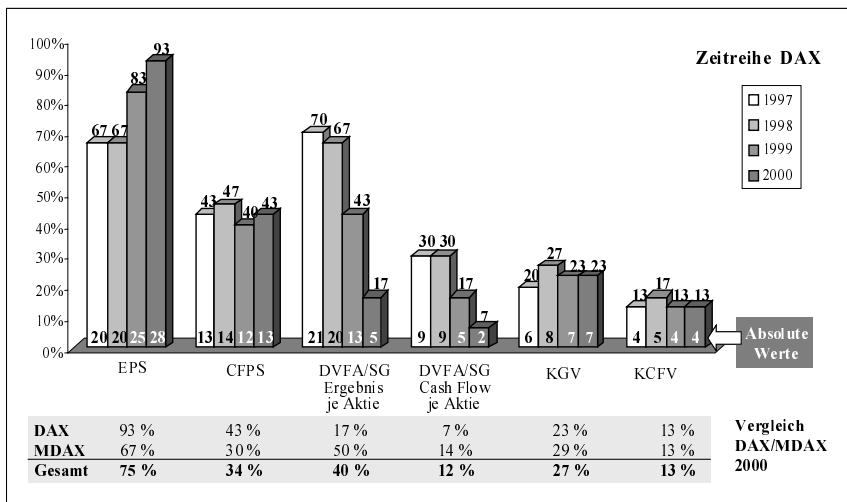
89 Weiter rückläufig ist auch die Angabe der DVFA/SG-Ergebnisse bei den DAX-Unternehmen. Auffallend ist die deutlich größere Bedeutung des DVFA/SG-Ergebnisses bei den MDAX-Werten, die es zu 50% ausweisen, gegenüber nur 17% bei den DAX-Unternehmen. Auch dies könnte jedoch auf die größere Verbreitung internationaler Rechnungslegungsstandards bei den DAX-Unternehmen zurückzuführen sein, die einen Ausweis verschiedener Ergebnis-je-Aktie-Größen nur unter restriktiven Bestimmungen zulassen. Vgl. SFAS 128.37 sowie IAS 33.52, sowie *Pellens/Gassen* (2002), Rn. 5, 44.

Abbildung 9: Dividendenentwicklung und Dividendenrendite



Im Ergebnis lässt die Zeitreihenanalyse keine klaren Aussagen über die Entwicklung der Berichterstattung zur Kapitalmarktbeurteilung zu. Auffällig ist die im Vergleich zum Vorjahr größere Zurückhaltung einzelner Unternehmen, über ihre (Aktien-)Performance Auskunft zu geben. Diese könnte auf die insgesamt schlechtere Ergebnissituation zurückgeführt werden. Aus Sicht der aktuellen und potenziellen Aktionäre ist diese Zurückhaltung kritisch zu sehen, da sie dem Ziel des VR – er-

Abbildung 10: Unternehmenskennzahlen je Aktie



höhte Transparenz zur verbesserten Abschätzung des Unternehmenswertes – zuwiderläuft.

5.2.3 Informationen zur internen Wertgenerierung

Kernbestandteil der Berichterstattung über die „Maßnahmen zur Wertsteigerung“ sind die Informationen über das Steuerungssystem des Unternehmens. Diese ermöglichen dem Investor eine Kontrolle der vergangenen Wertschaffung und eine Plausibilisierung der gemachten Prognosen. Ein tatsächlicher Nutzen ergibt sich jedoch nur dann, wenn über allgemeine Angaben hinaus konkrete, auf Segmentebene heruntergebrochene Zahlen angegeben werden.

Von den DAX-Unternehmen berichten im Jahr 2000 80% über ihr Steuerungskonzept, das entspricht einem Rückgang um 10 Prozentpunkte, der möglicherweise auf die schlechtere Performance vieler Unternehmen zurückzuführen sein könnte (vgl. *Abbildung 11*). Erfreulich ist jedoch die weiterhin zunehmende Berichterstattung über wertorientierte Steuerungskonzepte, die sich inzwischen in 57% der DAX-Geschäftsberichte (Vorjahr: 47%) findet. Die traditionellen Steuerungskonzepte verlieren entsprechend an Bedeutung (37% ggü. 60% in 1999). Der Vergleich zwischen DAX und MDAX deutet auf großen Nachholbedarf bei den MDAX-Unternehmen hin; hier berichten nur 14% über ein wertorientiertes Konzept, nur in 21% der Geschäftsberichte sind überhaupt Informationen über das Steuerungskonzept enthalten.

Betrachtet man die wertorientierten Kennzahlen detaillierter, so fällt auf, dass die Verwendung von Residualgewinnkonzepten bei den DAX-Unternehmen weiter an Bedeutung gewinnt. Inzwischen weisen 47% (Vorjahr: 36%) der DAX-Unternehmen einen EVA oder eine vergleichbare Steuerungskennzahl aus, dazu kommen 12% (Vorjahr: 29%) mit einem CVA⁹⁰. Auch der ROCE wird von den DAX-Unternehmen zunehmend den Kapitalkosten als Benchmark gegenübergestellt (47%). Aus den Angaben aller 39 Unternehmen, die Aussagen über ihr Steuerungskonzept machen, lassen sich folgende verwendete Steuerungskonzepte identifizieren (vgl. *Abbildung 12*).

60% der DAX 100-Unternehmen geben die Marktwertsteigerung als Zielsetzung an. Die Mehrzahl (62%) dieser wertorientierten Unternehmen macht auch konkrete Angaben zum verwendeten Steuerungskonzept, während 95% der nicht-wertorientierten Unternehmen keinerlei Angaben hierzu machen (vgl. *Abbildung 13*). Von den 27 Unternehmen, die Angaben zu ihrem wertorientierten Steuerungskonzept machen, geben 22 (81%) konkrete Werte für diese Steuerungskennzahlen an.

Eine Auswertung der Branchenzugehörigkeit zeigt deutliche Unterschiede im Steuerungsverhalten der Unternehmen. Auffällig ist, dass gerade in Branchen der „New Economy“ die Wertorientierung noch wenig verbreitet ist (vgl. *Abbildung 14*).

⁹⁰ Der Rückgang der Unternehmen, die einen CVA ausweisen, von 4 auf 2 ist darauf zurückzuführen, dass beide Unternehmen in 2000 aus dem DAX ausgeschieden sind.

Abbildung 11: Steuerungskonzepte

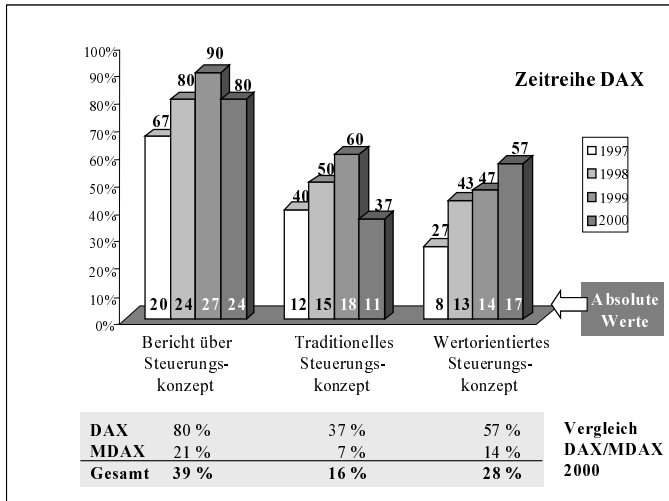
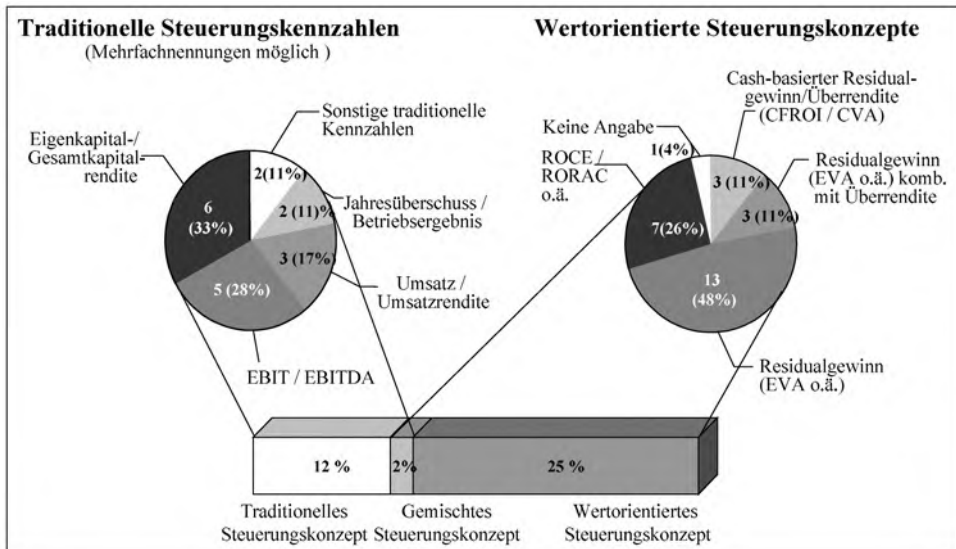


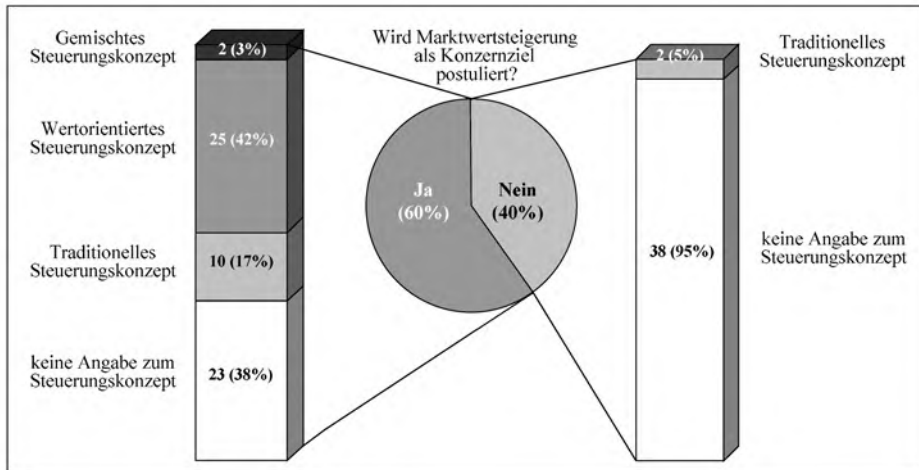
Abbildung 12: Verwendete Steuerungskonzepte



5.2.4 Informationen zur Bestimmung des „inneren Werts“

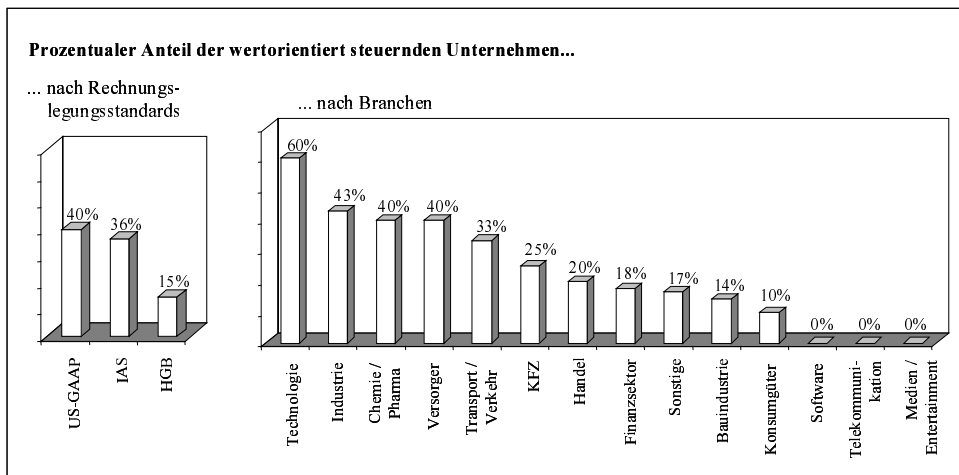
Voraussetzung für die Ableitung des „inneren Werts“ einer Aktie ist die Durchführung einer zukunftsorientierten Unternehmensbewertung. Basis für die Prognose der Zukunftserfolge sowie der Kapitalkosten sind die entsprechenden Vergangenheitswerte. Sie sollten so um zukunftsbezogene Informationen ergänzt wer-

Abbildung 13: Zielsetzung und Steuerungskonzepte



den, dass eine Fortschreibung der relevanten Einflussgrößen durch die Kapitalanleger möglich wird. Als Ergebnisgröße werden regelmäßig Cashflows herangezogen, je nach Verfahren ausgestaltet als Vor- oder Nach-Zins-Cashflows. Die Kapitalflussrechnung, die nach § 297 Abs. 1 S. 2 HGB von börsennotierten Mutterunter-

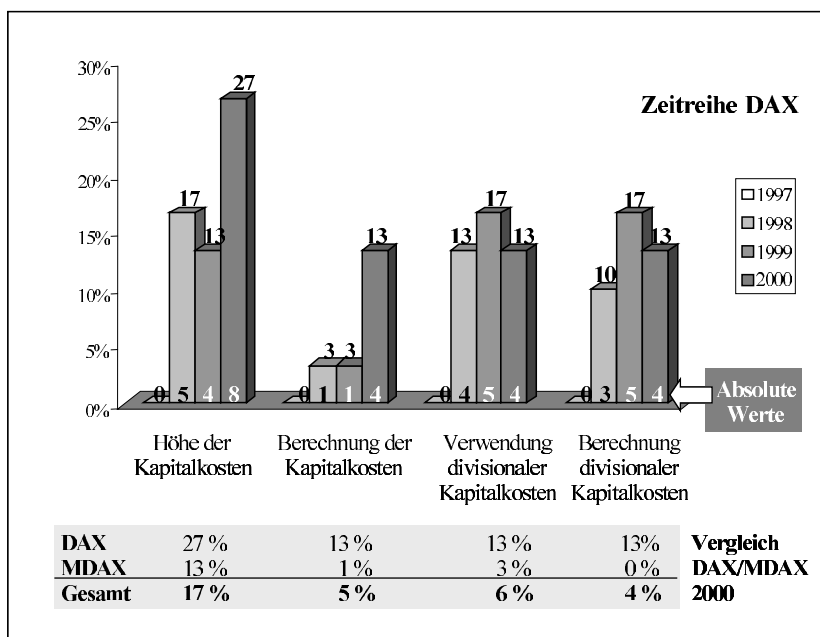
Abbildung 14: Steuerungskonzepte nach Rechnungslegungsstandard und Branche



nehmen zu erstellen ist, liefert hier den Großteil der erforderlichen Daten. Obwohl alle Unternehmen eine Kapitalflussrechnung erstellen, ist deren Detaillierungsgrad und Transparenz sehr unterschiedlich. So weisen nur 8% der untersuchten Unternehmen einen Free Cashflow, der Grundlage des WACC-Ansatzes zur Unternehmensbewertung ist, explizit aus⁹¹. Wünschenswert wäre zudem eine ausführliche Erläuterung der Kapitalflussrechnung, die nur 26% der Unternehmen liefern, immerhin 21% kommentieren das Zahlenwerk knapp.

Angaben zu den Kapitalkosten sind, obwohl sie auf den Unternehmenswert einen großen Einfluss ausüben, noch längst nicht Standard in den Geschäftsberichten; nur 17% der DAX 100-Unternehmen geben ihre Höhe an (vgl. *Abbildung 15*). Positiv zu bemerken ist jedoch, dass sich bei den DAX-Unternehmen die Anzahl der hierüber berichtenden Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr verdoppelt hat, wengleich auf nach wie vor niedrigem Niveau (27%)⁹². Zudem machen inzwischen 50% der DAX-Unternehmen, die Kapitalkosten angeben, Angaben zu deren Berechnung (MDAX: 13%).

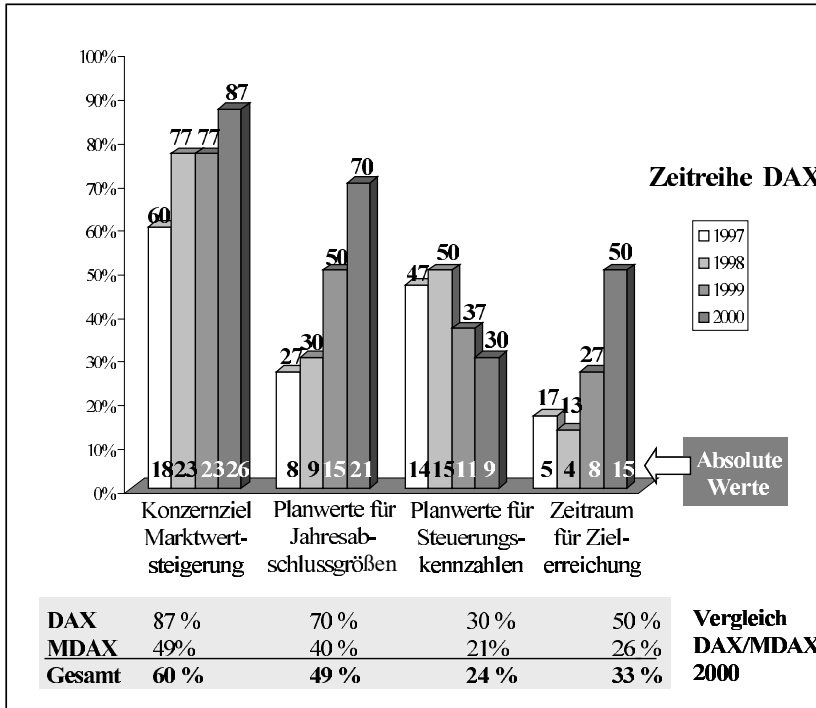
Abbildung 15: Kapitalkosten



91 Zum Free Cash Flow im Rahmen der Unternehmensbewertung vgl. *Ballwieser/Coenenberg/Schultze* (2002), Sp. 2424; *Schultze* (2001), S. 217–219.

92 Die zurückgehende Berichterstattung über divisionale Kapitalkosten als Trend zu deuten, erscheint aufgrund der geringen Stichprobe verfehlt, lediglich ein Unternehmen hat seine Berichterstattung eingestellt.

Abbildung 16: Finanzielle Zielsetzungen



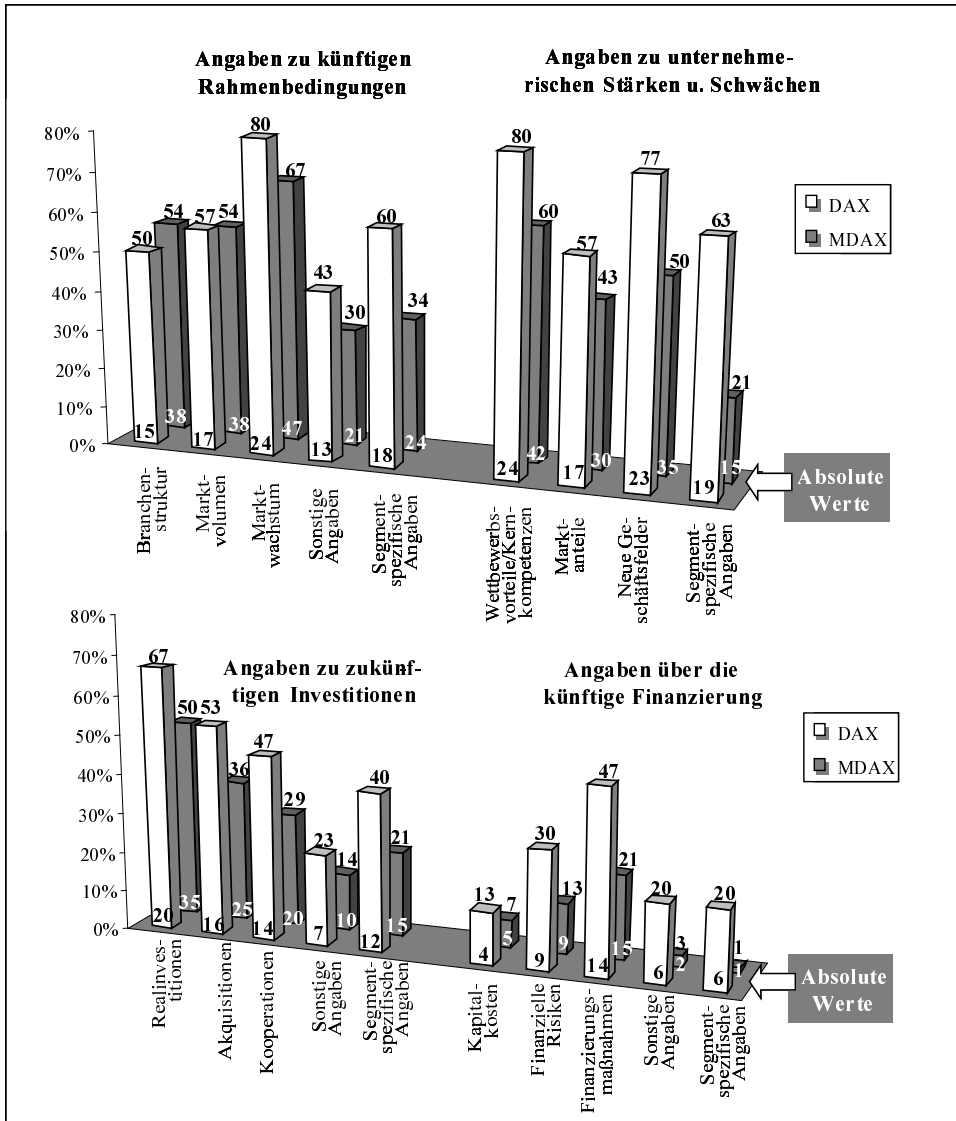
Um aus den Vergangenheitsdaten sinnvolle Zukunftsprognosen erstellen zu können, sind möglichst detaillierte Angaben über die erwartete Entwicklung erforderlich. Wünschenswert ist neben qualitativen Beschreibungen die Angabe konkreter Planwerte. Insbesondere sollten zentrale Jahresabschlussgrößen und Steuerungsgrößen quantifiziert werden.

Dieser Anforderung kommen in Bezug auf Jahresabschlussgrößen 70% der DAX- und 40% der MDAX-Unternehmen nach, bei den DAX-Werten hat die Auskunftsbereitschaft hier deutlich zugenommen (vgl. *Abbildung 16*). Um so erstaunlicher scheint, dass die Angabe von Planwerten für Steuerungskennzahlen zurückgegangen ist. Dieses könnte an der in diesem Jahr insgesamt schlechteren Performance der meisten Unternehmen liegen, ist aus Aktionärsicht indes sehr kritisch zu bewerten⁹³. Insgesamt zeigen die DAX-Unternehmen bei der Quantifizierung finanzieller Zielgrößen eine größere Auskunftsbereitschaft als die MDAX-Unternehmen. Interessant ist auch das Ergebnis, dass nur 49% der MDAX-Werte die Marktwertsteigerung als Konzernziel formulieren; bei den DAX-Werten sind dies 87%.

Um die quantitativen Planungen verifizieren zu können, benötigen die Kapitalmarktteilnehmer Informationen über die zukünftigen Strategien und Rahmenbe-

93 Vgl. zum „Stetigkeitsgebot“ im Rahmen des Value Reporting *Pellens/Hillebrandt/Tomaszowski* (2000), S. 182.

Abbildung 17: Zukünftige Rahmenbedingungen und Strategien

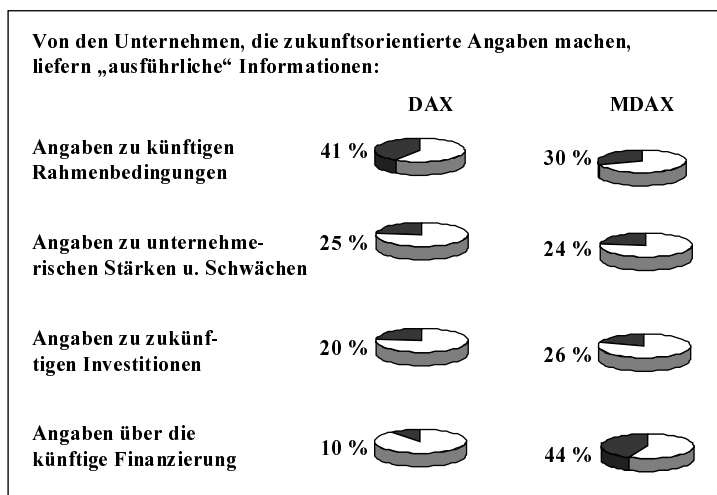


dingungen. Im Vergleich zur Studie von *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* wurden die Prognoseangaben hier einer ausführlicheren Analyse unterzogen, die *Abbildung 17* differenziert nach DAX und MDAX wiedergibt. Grundsätzlich gilt, dass die DAX-Unternehmen in Bezug auf zukünftige Rahmenbedingungen und Strategien deutlich auskunftsfreudiger sind als die MDAX-Unternehmen. Bei allen Unternehmen stechen jedoch die mangelnden Informationen zur künftigen Finanzierung negativ hervor, was korrespondiert mit der zuvor konstatierten geringen Aus-

kunftsfreude in Bezug auf die Kapitalkosten. Vergleichsweise gut sind die Angaben zu den unternehmerischen Stärken und Schwächen, zum zukünftigen Marktwachstum und zu geplanten Realinvestitionen.

Bei der qualitativen Bewertung überzeugen die gelieferten Informationen inhaltlich nur selten (vgl. *Abbildung 18*). Regelmäßig deutlich weniger als die Hälfte der Unternehmen, die Angaben über die zukünftige Entwicklung machen, liefern „ausführliche“ Informationen⁹⁴. Interessant ist, dass die DAX-Unternehmen bei der Bewertung der Güte der Informationen nicht durchgängig besser abschneiden als die MDAX-Unternehmen.

Abbildung 18: Umfang der zukunftsorientierten Informationen



Insgesamt bleibt festzuhalten, dass bei den zukunftsorientierten Informationen noch erhebliches Verbesserungspotenzial besteht. Die Aussagen wirken häufig unpräzise und die Bereitschaft, quantitative Prognosen zu machen, ist gering.

5.2.5 Gesamtbetrachtung

Um eine Gesamtbeurteilung abgeben zu können, wurden in einem Scoring-Modell sämtliche Informationskriterien, die im Rahmen der Erhebung abgeprüft wurden, nach ihrer Bedeutung für die Bewertung relativ zueinander gewichtet⁹⁵. Außerdem wurden die Informationen hinsichtlich ihrer Qualität in drei Gütestufen eingeordnet. Diese Antworten wurden dann mit der der jeweiligen Frage zugeordneten Bedeutung gewichtet. Dies ergab eine mögliche Gesamtpunktzahl, wobei die jeweils von einem speziellen Unternehmen erreichte Punktzahl im Verhältnis zur Gesamt-

⁹⁴ Die qualitative Bewertung von Informationen birgt immer die Gefahr einer subjektiven Beeinflussung der Ergebnisse. Dennoch erscheint eine solche Analyse zumindest für die Ableitung von Tendenzaussagen gerechtfertigt.

⁹⁵ Informationen über das Scoring-Modell werden auf Wunsch von den Autoren zur Verfügung gestellt.

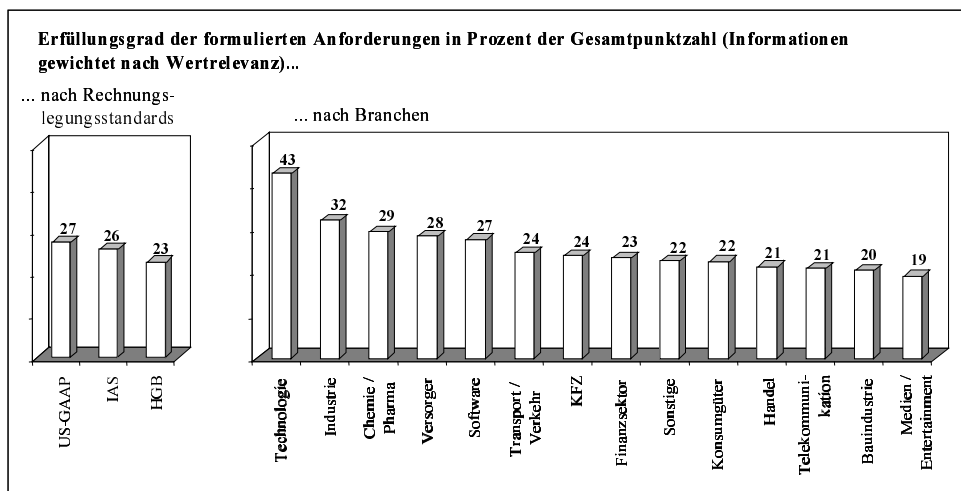
punktzahl dessen Erfüllungsgrad definiert. Der maximal erreichte Erfüllungsgrad liegt bei nur 56%, der durchschnittliche Erfüllungsgrad aller Unternehmen liegt nur bei 25% der Gesamtpunktzahl. *Tabelle 4* gibt eine Übersicht über die Erfüllungsgrade in den vier VR-Kategorien.

Tabelle 4: Erfüllungsgrad nach VR-Kategorien

| | Substanzbewertung | Kapitalmarkt | interne Wertgenerierung | Innerer Wert | Gesamt |
|-------------------|-------------------|--------------|-------------------------|--------------|--------|
| Maximum | 39% | 55% | 65% | 73% | 56% |
| Mittelwert | 15% | 26% | 25% | 13% | 25% |
| Minimum | 0% | 0% | 3% | 0% | 2% |

Eine Zusammenfassung nach Branchenzugehörigkeit und Rechnungslegungsstandards zeigt *Abbildung 19*:

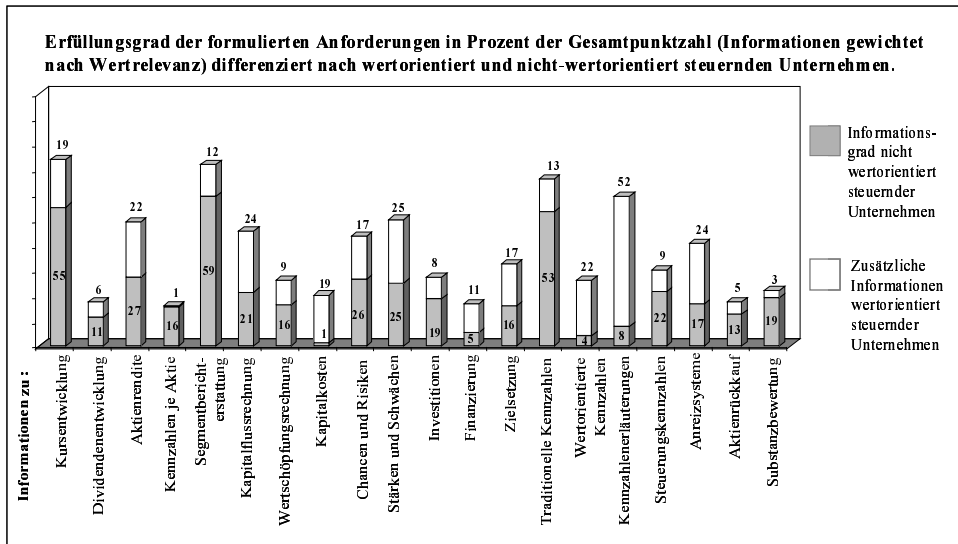
Abbildung 19: Erfüllungsgrad nach Rechnungslegung und Branchenzugehörigkeit



Ein deutlicher Unterschied in der VR-Güte ergab sich zwischen den beiden Gruppen wertorientierter und nicht-wertorientierter Unternehmen, wobei erstere durchgehend besser abschnitt, wie *Abbildung 20* zeigt, die den durchschnittlichen Erfüllungsgrad der Informationsbereitstellung in den verschiedenen Kategorien wiedergibt⁹⁶:

⁹⁶ Ein t-Test zeigte außerdem den statistisch signifikanten Unterschied der beiden Gruppen zueinander bei einem Signifikanzniveau von 99%. Ein vergleichbares Ergebnis ergibt sich auch ohne eine Gewichtung der Fragen nach Wertrelevanz bei einfacher Häufigkeitsauszählung der bereitgestellten Informationen.

Abbildung 20: Erfüllungsgrad nach Kategorien und Wertorientierung



Insbesondere bei der Berichterstattung über die Kapitalkosten sowie bei der Erläuterung von Steuerungskennzahlen haben die wertorientierten Unternehmen einen Vorsprung. Insgesamt wurde kein Bereich identifiziert, in dem die nicht-wertorientierten Unternehmen in der wertorientierten Berichterstattung überlegen waren. Die Bekenntnis zur Wertorientierung schlägt sich demnach in einem geänderten Berichtsverhalten der Unternehmen nieder.

6 Fazit und Ausblick

Zielsetzung dieses Beitrags war eine Bestandsaufnahme von Theorie und Praxis der wertorientierten Berichterstattung. Aus der Zielsetzung der Rechnungslegung wurde abgeleitet, dass das VR die Bereitstellung verdichteter, über die Pflichtpublizität hinausgehender Informationen aus dem operativen und strategischen Bereich mit dem Ziel umfasst, die Unternehmensbewertung durch Unternehmensexterne zu erleichtern und damit eine eventuell vorhandene Wertlücke zwischen aktuellem Marktpreis und innerem Wert zu schließen. Aus früheren Studien über die Informationsbedürfnisse der Investoren sowie der Theorie der Unternehmensbewertung wurde ein Rahmenkonzept abgeleitet, das die Inhalte des VR systematisiert und mit der Unternehmensbewertung logisch verknüpft. Eine solche Systematik erlaubt es nicht nur, bewertungsrelevante Informationen zu identifizieren, sondern sie auch in einer Weise zu präsentieren, die die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen und die Bewertbarkeit der Informationen deutlich verbessert. Zudem wurde eine Verbindung zu anderen aktuellen Themen der Rechnungslegung hergestellt, die es ermöglicht, anstehende Fragen aus dieser Zielsetzung heraus zu beantworten.

Die empirische Untersuchung der DAX 100-Geschäftsberichte zeigt, dass bereits viele Unternehmen zukunfts- und wertorientierte Informationen vermitteln, dies aber noch ungeordnet und unvollständig geschieht. Dabei existieren sehr große Unterschiede in der Berichtsgüte, wobei die Unternehmen des MDAX gegenüber den DAX-Unternehmen noch Nachholpotenzial in Sachen wertorientierter Berichterstattung haben. Insgesamt ist das Niveau noch gering, die gemessene Gesamtgüte, bewertet durch die nach Wertrelevanz gewichtete Anzahl der vorhandenen Informationen, lag im Durchschnitt bei einem Viertel der erreichbaren Punkte. Neben einer verbesserungsbedürftigen Systematik der Angaben ist also ein deutliches „Mehr“ an Informationen von Nöten. Wenig Auskunftsfreude besteht insbesondere in Bezug auf die Kapitalkosten, das „intellectual capital“ sowie bei allen zukunftsorientierten Informationen. Eine Analyse der DAX-Unternehmen über einen Zeitraum von vier Jahren ergibt eine leichte Verbesserung der Reportingqualität im Zeitablauf, wenngleich die negative Kapitalmarktentwicklung offensichtlich verschiedene Unternehmen motiviert hat, ihre schlechtere Performance auch weniger gut zu präsentieren als in den Vorjahren.

Literaturverzeichnis

- AAA (2001), Equity Valuation Models and Measuring Goodwill Impairment, in: Accounting Horizons, S. 161–170.
- AICPA (Hrsg.) (1994), Improving Business Reporting: A Customer Focus, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (Jenkins Committee Report), American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (Hrsg.) (2000), Accounting Trends & Techniques, Annual Survey of Accounting Practices Followed in 600 Stockholders' Reports, 54. Auflage.
- AK *Immaterielle Werte* (Hrsg.) (2001), Arbeitskreis „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte, in: Der Betrieb, 54. Jg., S. 989–995.
- Baetge, Jörg/Noelle, Jennifer (2001), Shareholder-Value-Reporting sowie Prognose- und Performancepublizität, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 1. Jg., S. 174–180.
- Ballwieser, Wolfgang (1997), Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung?, in: Der Betrieb, 50. Jg., S. 185–191.
- Ballwieser, Wolfgang (1999), Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, in: Castan, Edgar u. a. (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der Rechnungslegung, Stand 01/1999, Kapitel B 105.
- Ballwieser, Wolfgang (2002), Wertorientierung und Betriebswirtschaftslehre: Von Schmalenbach bis heute, in: Macharzina, Klaus/Neubürger, Heinz-Joachim (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung, S. 69–98.
- Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./Schultze, Wolfgang (2002), Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./v. Wyszocki, Klaus (Hrsg.), Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung (HWRP), 3. Aufl., Sp. 2412–2432.
- Böcking, Hans-Joachim (1998), Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „financial accounting“ zum „business reporting“, in: Ballwieser, Wolfgang/Schildbach, Thomas (Hrsg.), Rechnungslegung und Steuern international, zfbf-Sonderheft Nr. 40, S. 17–53.
- Coenenberg, Adolf G. (1993), Ziele, Wirkung und Gestaltung der Unternehmenspublizität: Was lehrt die empirische Forschung?, in: Baetge, Jörg (Hrsg.), Rechnungslegung und Prüfung – Perspektiven für die neunziger Jahre, S. 73–98.
- Coenenberg, Adolf G. (2001), Jahresabschluß und Jahresabschlussanalyse, 18. Aufl.
- Coenenberg, Adolf G. (2001a), Kapitalflussrechnung als Instrument der Bilanzanalyse, in: Der Schweizer Treuhänder, S. 311–320.
- Coenenberg, Adolf G. (2001b), Segmentberichterstattung als Instrument der Bilanzanalyse, in: Der Schweizer Treuhänder, S. 593–605.

- Copeland, Tom E./Koller, Timothy/Murrin, Jack* (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3. Aufl.
- Copeland, Tom E./Weston, John F.* (1992), *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl.
- DVFA/SG* (1998), Gemeinsame Arbeitsgruppe der DVFA und Schmalenbach-Gesellschaft: Fortentwicklung des Ergebnisses nach DVFA/SG, in: *Der Betrieb*, 51. Jg., S. 2537–2543.
- Eccles, Robert G. et al.* (2001), *The ValueReporting™ Revolution*.
- FASB* (Hrsg.) (2001), *Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy*, Special Report, *Financial Accounting Series*, No. 219-A.
- FASB* (Hrsg.) (2001a), *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*, Steering Committee Report, *Business Reporting Research Project*.
- FASB* (2001b), *Business Reporting Research Project: Electronic Distribution of Business Reporting Information*, in: <http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/news/nr012901.html> (Stand 25.10.2001).
- FASB* (2001c), *Business Reporting Research Project: GAAP-SEC Disclosure Requirements*, in: <http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/news/nr012901.html> (Stand 25.10.2001).
- FASB* (2001d), *Special Report: Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy*, in: http://accounting.rutgers.edu/raw/fasb/new_economy.html (Stand 25.10.2001).
- Fischer, Thomas M./Becker, Sabrina/Wenzel, Julia* (2001), *Internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting) – Eine empirische Untersuchung der DAX 30-Unternehmen*, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 2001–2007.
- Fischer, Thomas M./Becker, Sabrina/Wenzel, Julia* (2002), *Wertorientierte Berichterstattung – Ein empirischer Vergleich der internetbasierten Geschäftsberichte von DAX 30- und Nemax 50-Unternehmen*, in: *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 2. Jg., S. 14–25.
- Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia/Kühn, Christian* (2001), *Value Reporting – Wertorientierte Berichterstattung in den Nemax 50-Unternehmen*, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 1209–1216.
- Fischer, Thomas R./Habnstein, Lutz/Heitzer, Bernd* (1999), *Kapitalmarkttheoretische Ansätze zur Berücksichtigung von Handlungsspielräumen in der Unternehmensbewertung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 69. Jg., S. 1207–1232.
- Fülbier, Rolf U./Honold, Dirk/Klar, Alexander* (2000), *Bilanzierung immaterieller Vermögenswerte*, in: *Recht der internationalen Wirtschaft*, 46. Jg., S. 833–844.
- Göbel, Stefan* (2000), *Die Bilanzierung von Tageswerten und die Saldierung von Gewinnen und Verlusten*, in: *Ballwieser, Wolfgang* (Hrsg.), *US-amerikanische Rechnungslegung*, 4. Aufl., S. 169–192.
- Günther, Thomas/Beyer, Dirk* (2001), *Value Based Reporting – Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung*, in: *Betriebs-Berater*, 56. Jg., S. 1623–1630.
- Günther, Thomas/Otterbein, Simone* (1996), *Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 66. Jg., S. 389–417.
- Haller, Axel* (1998), *Immaterielle Vermögenswerte – Wesentliche Herausforderung für die Zukunft der Unternehmensrechnung*, in: *Möller, Hans Peter/Schmidt, Franz* (Hrsg.), *Rechnungswesen als Instrument für Führungsentscheidungen*, S. 561–598.
- Haller, Axel/Dietrich, Ralph* (2001a), *Kapitalmarktorientierte Gestaltung der Lageberichterstattung*, in: *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 1. Jg., S. 164–174.
- Haller, Axel/Dietrich, Ralph* (2001b), *Freiwillige Unternehmensberichterstattung in den USA: Ergebnisse des Business Reporting Research Project des FASB*, in: *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 1. Jg., S. 206–211.
- Haller, Axel/Dietrich, Ralph* (2001c), *Intellectual Capital Bericht als Teil des Lageberichts*, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 1045–1051.
- Haskins, Mark/Ferris, Kenneth/Sack, Robert/Allen, Brandt* (1997), *Financial Accounting and Reporting*.
- Hebertinger, Martin* (2002), *Wertsteigerungsmaße – Eine kritische Analyse*.
- Israeloff, Robert L.* (1995), *The Forward-looking-data Debate*, in: *CFO March*, S. 15.
- Kajüter, Peter* (2001), *Möglichkeiten und Grenzen der Bilanzierung von Kundenbeziehungen*, in: *Günther, Bernd/Helm, Sabrina* (Hrsg.), *Kundenwert*, S. 489–514.
- Kames, Christian* (2000), *Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement*.
- Kasperzak, Rainer/Krag, Joachim/Wiedenbofer, Marco* (2001), *Konzepte zur Erfassung und Abbildung von Intellectual Capital*, in: *Das Steuerrecht*, 39. Jg., S. 1494–1500.
- Kütting, Karlbeinz* (2001), *Bilanzierung und Bilanzanalyse am Neuen Markt*.

- Kütting, Karlbeinz/Zwirner, Christian* (2001), Bilanzierung und Bewertung bei Film- und Medienunternehmen des Neuen Marktes, in: *Finanzbetrieb*, 2. Jg., Beilage 3/2001, 3. Jg., S. 4–38.
- Labbart, Peter A.* (1999), Value Reporting.
- Labbart, Peter A.* (2001), Wertorientiertes Reporting, in: *Klingebiel, Norbert* (Hrsg.), *Performance measurement & balanced scorecard*, S. 111–130.
- Labbart, Peter A./Volkart, Rudolf* (2001), Value Reporting, in: *Coenberg, Adolf G./Poble, Klaus* (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung*, S. 115–142.
- Lev, Baruch* (2000), Intangibles. Management, Measurement, and Reporting.
- Leven, Franz-Josef* (1998), Investor Relations und Shareholder Value, in: *Müller, Michael/Leven, Franz-Josef* (Hrsg.), *Shareholder Value Reporting*, S. 45–62.
- Maul, Karl-Heinz/Menninger, Jutta* (2000), Das „Intellectual Property Statement“ – eine notwendige Ergänzung des Jahresabschlusses?, in: *Der Betrieb*, 53. Jg., S. 529–533.
- Möller, Hans Peter/Hüfner, Bernd* (2002), Zur Bedeutung der Rechnungslegung für den deutschen Aktienmarkt – Begründung, Messprobleme und Erkenntnisse empirischer Forschung, in: *Seicht, Gerhard* (Hrsg.), *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen*, Wien, S. 405–463.
- Müller, Michael* (1998), Shareholder Value Reporting – ein Konzept wertorientierter Kapitalmarktinformation, in: *Müller, Michael/Leven, Franz-Josef* (Hrsg.), *Shareholder Value Reporting*, S. 123–154.
- Noll, Daniel J./Weygandt, Jerry J.* (1997), Business Reporting: What Comes Next?, in: *Journal of Accountancy*, Vol. 112, S. 59–62.
- Ordelbeide, Dieter* (1998), Kaufmännischer Periodengewinn als ökonomischer Gewinn, in: *Domsch, Michel et al.* (Hrsg.), *Unternehmungserfolg: Planung – Ermittlung – Kontrolle*, Festschrift für *Walther Busse von Colbe*, S. 275–302.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe* (2000), Immaterielle Vermögensgegenstände in der internen und externen Unternehmensrechnung, in: *Kütting, Karlbeinz/Weber, Claus-Peter* (Hrsg.), *Wertorientierte Konzernführung*, S. 119–155.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe/Sellhorn, Thorsten* (2001), Immaterielle Werte in der kapitalmarktorientierten Rechnungslegung, in: *Coenberg, Adolf G./Poble, Klaus* (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung*, S. 81–114.
- Pellens, Bernhard/Gassen, Joachim* (2002), IAS 33, in: *Baetge, Jörg et al.* (Hrsg.), *Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS)*, 2. Aufl., Stuttgart.
- Pellens, Bernhard/Hillebrandt, Franca/Tomaszewski, Claude* (2000), Value Reporting – Eine empirische Analyse der DAX-Unternehmen, in: *Wagenhofer, Alfred/Hrebicek, Gerhard* (Hrsg.), *Wertorientiertes Management*, S. 177–207.
- Pellens, Bernhard/Sellhorn, Thorsten* (2001), Goodwill-Bilanzierung nach SFAS 141 und 142 für deutsche Unternehmen, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 1681–1689.
- Pellens, Bernhard/Tomaszewski, Claude/Weber, Nicolas* (2000), Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – Eine empirische Untersuchung der DAX 100-Unternehmen, in: *Der Betrieb*, 53. Jg., S. 1825–1833.
- Pincus, Andrew J.* (1996), The Reform Act: What CPAs Should know, in: *Journal of Accountancy* September 1996, S. 55–58.
- PWC* (2001), ValueReporting™ Forecast: 2001. Trends in Corporate Reporting and Best Practice Examples.
- Ranker, Daniel/Woblgemuth, Frank/Zwirner, Christian* (2001), Die Bedeutung immaterieller Vermögenswerte bei Unternehmen des Neuen Marktes und daraus resultierende Implikationen für eine kapitalmarktorientierte Berichterstattung, in: *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 1. Jg., S. 269–279.
- Rappaport, Alfred* (1986), Creating Shareholder Value.
- Rodewald, Jörg* (2001), Lagebericht als Investor-Relations-Instrument – Möglichkeiten und Grenzen aus rechtlicher Sicht, in: *Betriebs-Berater*, 56. Jg., S. 2155–2161.
- Schulz, Michael* (1999), Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen der Investoren und Analysten.
- Schultze, Wolfgang* (2001), Methoden der Unternehmensbewertung.
- Sellhorn, Thorsten* (2000), Ansätze zur bilanziellen Behandlung des Goodwill im Rahmen einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung, in: *Der Betrieb*, 53. Jg., S. 885–892.
- Sieben, Günther* (1963), Der Substanzwert der Unternehmung.
- Staubus, George J.* (2000), The Decision-Usefulness Theory of Accounting.
- Steiner, Manfred/Bruns, Christoph* (2000), Wertpapiermanagement, 7. Aufl.

Summary

The idea of shareholder-value based management (VBM) has become widely accepted among German corporations, resulting in an increased need to provide value-relevant information to the market. This paper presents a general framework of Value Reporting, which is derived from basic valuation concepts, to give guidance to the contents and structure of the presentation of value-relevant information. A value-driver model is derived, which links valuation components and information necessary for their derivation. This framework is then applied to the current disclosure practice of the German DAX 100 companies. The study shows great differences in the quality of information. Overall only about 25% of the desired information was disclosed.

JEL-Classification: G14, M41.